

Perspectives

Trimestriel – N°21/237 – 2 juillet 2021

MONDE – Scénario macro-économique 2021-2022

Des trajectoires tristement divergentes

Avant de livrer des diagnostics hâtifs sur les séquelles certainement durables mais encore peu visibles (et peu lisibles) de la crise, on peut à court terme se réjouir : la croissance se révèle et s'annonce plus soutenue. L'enthousiasme se limite néanmoins au monde développé, tant l'univers émergent reste fragmenté. Plus précoce, le resserrement monétaire américain resterait graduel et mesuré : *tapering* d'abord, taux ensuite et pas avant 2023. Il ne devrait pas entraîner de tempêtes sur les marchés.

Sommaire

Pays développés – Oser se réjouir (au moins un peu)	3
Pays émergents – Une reprise inégale	12
Pétrole – Retour de l'Iran	20
Politique monétaire – Pas d'urgence absolue	21
Taux d'intérêt – « Cette fois-ci, c'est différent »	25
Taux de change – Avantage temporaire au dollar	28
Prévisions économiques et financières	31

Avant de livrer des diagnostics hâtifs sur les séquelles certainement durables mais encore peu visibles (et peu lisibles) de la crise, on peut à court terme se réjouir : grâce aux progrès de la vaccination, à la normalisation progressive de la mobilité, aux plans de soutien puis de relance budgétaire, la croissance se révèle et s'annonce plus soutenue. Si l'enthousiasme peut être tempéré par une possible résurgence de la pandémie après l'été (aux effets moins dévastateurs), il se limite au monde développé tant l'univers émergent reste fragmenté selon des critères proches de ceux justifiant les degrés très divers de sévérité du choc en 2020.

Aux **États-Unis**, qui continuent de caracoler bien en tête, mesures de relance massives, progrès de la

vaccination autorisant un rythme de réouverture plus rapide qu'anticipé ont permis à la croissance de se redresser significativement au premier trimestre. Notre révision à la hausse des prévisions se fonde sur un comportement de consommation plus propice à la croissance, avec des ménages disposés à puiser plus largement dans l'épargne accumulée qu'ils ne l'étaient auparavant, mais aussi sur un investissement solide, dopé par une reprise soutenue et un niveau de confiance élevé. **La croissance atteindrait ainsi un pic au deuxième trimestre, pic à partir duquel une décélération progressive se dessinerait : à 6,5% en 2021 puis à 4% en 2022¹**, la croissance moyenne se situerait nettement au-dessus de sa tendance de long terme, une tendance vers laquelle elle convergerait fin 2022. Afin de refléter des prix de

¹ Les nouvelles propositions de plan de soutien budgétaire ne sont encore qu'au stade initial et restent entourées d'incertitudes élevées. Ces plans ne sont actuellement pas intégrés dans nos prévisions et le seront dès que la visibilité

sera suffisante. Même si elle peut être apparente en 2022, l'impulsion fournie à la croissance a en outre vocation à être diluée dans le temps.

l'énergie plus élevés et des prix de l'immobilier encore hauts, mais aussi un redressement de l'inflation sous-jacente (effets de second tour, impact des plans de relance sur les comportements de consommation qui suscitent des hausses de prix très spécifiques comme celles, par exemple, des voitures d'occasion), les prévisions d'inflation ont été revues à la hausse : **cependant, cette accélération forte (donc impressionnante) de l'inflation ne serait être que transitoire.** L'inflation totale, après un pic compris entre 4,5% et 5% jusqu'en janvier 2022, s'assagirait pour retrouver en fin d'année un rythme « normal » (inflation sous-jacente et totale à, respectivement, 2,3% et 2,1% fin 2022).

Si sa vigueur à moyen terme demeure grevée d'hypothèques, sur lesquelles il est prématuré de se prononcer, la croissance de la zone euro s'annonce plus forte en 2021. Grâce à des mesures de restriction ayant été ciblées et moins pénalisantes, à la reprise plus précoce d'autres zones réactivant leur secteur manufacturier, puis à la normalisation attendue des comportements de dépenses, mais aussi à l'allègement des contraintes localisées pesant sur l'offre, la croissance pourrait atteindre (voire excéder légèrement en raison de risques modérément haussiers, mais encore baissiers à moyen terme) 4,8% en 2021 puis 4,5% en 2022. Un tel scénario écarte simultanément une reprise durable et soutenue de l'inflation mais aussi une dynamique fortement déflationniste. Les mêmes causes produisant (très approximativement) les mêmes effets, les prévisions d'inflation ont été revues à la hausse : elles intègrent **une accélération transitoire conduisant l'inflation totale au-dessus de la cible de 2% au cours du second semestre 2021 et du premier trimestre 2022** – avec un sommet vers novembre puisque l'inflation totale culminerait légèrement au-dessus de 3% pour une inflation sous-jacente proche de 2% – puis un fléchissement sensible et un retour confortablement sous la cible fin 2022 (autour de 1,3%).

Au sein de l'univers émergent (éclaté), la reprise est manifeste : elle s'annonce néanmoins très hétérogène et les menaces, au sein desquelles la pandémie continue d'occuper la première place, s'amoncellent. La reprise *post-Covid* se découpe schématiquement en deux étapes, initiée d'abord par une impulsion extérieure, puis relayée par des facteurs domestiques. Alors que les progrès de la vaccination sont très inégaux, la croissance risque de rester freinée par les mesures de distanciation sociale, mais également par les restrictions pesant sur le tourisme, par une force de frappe budgétaire limitée et une contrainte monétaire forte : à mesure que l'inflation se renforce même si elle n'est que temporaire, elle peut conduire les banques centrales à rapidement opter pour une politique plus restrictive. Alors que le processus de désinflation est moins ancien et les anticipations d'inflation plus réactives, de nombreuses banques centrales émergentes – dont la crédibilité est soit récente soit en voie de construction – ne peuvent s'offrir le luxe d'attendre. Enfin, en **Chine**, sous l'influence d'un recul des mesures de soutien, dont témoignent une consolidation budgétaire rapide et une décélération générale du financement, le

ralentissement devrait se poursuivre. La croissance se révèle en outre de plus en plus déséquilibrée : à une offre très dynamique répond une demande intérieure moins soutenue car la consommation des ménages reste pénalisée par la faiblesse du marché du travail qui suscite une remontée du taux d'épargne. Notre scénario table sur une croissance moyenne d'environ 8,5% en 2021 – un rythme élevé mais insuffisant pour stabiliser le marché du travail) – puis un ralentissement vers 5,7% en 2022.

Aux États-Unis, l'accélération de la croissance et celle, supposée transitoire, de l'inflation ne font pas de l'adoption d'une politique monétaire nettement plus restrictive une urgence absolue. **Bien que le resserrement monétaire s'annonce plus précoce, il restera graduel et mesuré : tapering d'abord, taux ensuite et pas avant 2023.** La réduction progressive des achats d'actifs ne devrait pas commencer avant début 2022 et, si le revirement *hawkish* de juin suggère une remontée plus rapide des taux directeurs, celle-ci serait limitée à deux premières hausses de taux de 25 points de base chacune, en 2023. À la différence de 2013, le *tapering* progressif de la Fed ne devrait pas entraîner de tempêtes sur les marchés, mais s'accompagner d'une modération des taux longs, notamment promue par la normalisation de l'inflation et l'abondance de liquidités dans le système financier. Notre scénario retient un taux souverain à dix ans autour de 1,65% fin 2021 puis vers 1,35% fin 2022 : un niveau modéré qu'expliquent encore, outre la résorption lente de l'écart de production, la faiblesse du taux d'intérêt dit neutre, un taux inscrit sur une lourde et longue trajectoire baissière peu (voire pas) susceptible de s'inverser rapidement.

En zone euro, malgré l'amélioration des perspectives économiques et la réduction des risques, la BCE conservera une politique monétaire très accommodante au cours des prochains mois en procédant notamment à une expansion en montant et en durée du PEPP, supposé se terminer en mars 2022, jusqu'à la fin de 2022. Les taux obligataires souverains européens resteraient très bas et sont même susceptibles de s'effriter durant l'été (baisse de la volatilité, opérations de portage, annonce faite en juin par la BCE d'un rythme d'achat de titres « nettement plus élevé » prolongé jusqu'au troisième trimestre, importante liquidité du système bancaire). Notre scénario retient un taux de rendement allemand à dix ans à -0,20% fin 2021 et -0,10% fin 2022 couplé à des *spreads* des pays « non super core » encore serrés.

La réduction de l'accommodation monétaire aux États-Unis, via tout d'abord un tapering mesuré, est favorable à une appréciation du dollar elle-même modérée et moins durable que celle intervenue en 2013. Au-delà, les facteurs fondamentaux de soutien fléchissent, facteurs au titre desquels figure notamment la diversification en tendance certes et interrompue par les périodes de forte aversion au risque – des réserves de change au détriment du dollar et au profit de substituts liquides comme l'euro.

Catherine LEBOUGRE

Pays développés – Oser se réjouir (au moins un peu)

Avant de trancher sur les « questions qui fâchent » et livrer des diagnostics hâtifs sur les séquelles certainement durables mais encore peu visibles (et lisibles) de la crise, on peut à court terme se réjouir : grâce aux progrès de la vaccination, à la normalisation progressive de la mobilité, aux plans de soutien et de relance budgétaire, la croissance se révèle et s'annonce plus soutenue.

États-Unis : le PIB dépassera son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre grâce à la fin des restrictions

L'adoption de mesures de relance supplémentaires en mars et les progrès solides de la vaccination (lesquels, bien qu'en ralentissement, ont permis un rythme de réouverture plus rapide que prévu) nous ont conduits à réviser nos prévisions de croissance à la hausse depuis le trimestre dernier : la croissance s'annonce très soutenue en 2021, avec un PIB dépassant son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre. Bien qu'elle ait ralenti à 4,3% au quatrième trimestre 2020 après un premier rebond, la croissance a légèrement augmenté au premier trimestre 2021 : une nouvelle accélération est attendue au deuxième trimestre. Elle serait suivie d'une décélération progressive vers la tendance de long terme jusqu'à fin 2022.

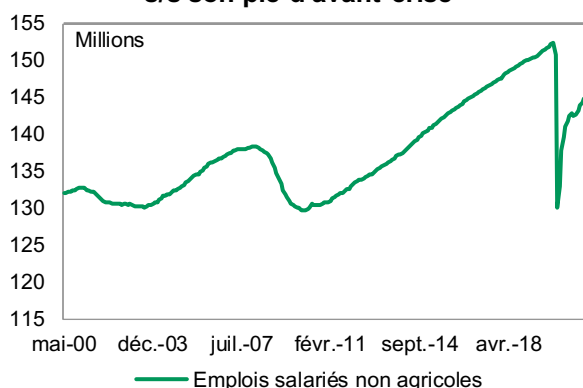
Soutenue sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance devrait culminer au deuxième trimestre en vertu du calendrier des mesures de relance et de réouverture. La dernière série de « chèques de relance » a été largement distribuée en mars, suscitant une forte dynamique à la toute fin du premier trimestre, laquelle devrait se poursuivre au deuxième trimestre. Certes, les progrès de la vaccination et les calendriers de réouverture varient d'un État à l'autre mais, dans l'ensemble, la réouverture des activités est intervenue plus rapidement que prévu ; la plupart des États ont déjà totalement (ou presque) ré-ouvert. Après ce pic, un ralentissement très progressif portera néanmoins la croissance nettement au-dessus de sa tendance de long terme en 2021 et en 2022 avec une croissance annuelle moyenne de, respectivement, 6,5% puis 4%.

Nos nouvelles prévisions tablent sur un comportement de consommation plus propice à la croissance avec des ménages disposés à puiser plus généreusement dans l'épargne accumulée qu'ils ne l'étaient auparavant. Les multiples plans de relance ont entraîné une hausse des revenus des ménages, à la fois via les paiements directs et via l'augmentation des indemnités de chômage, d'où une accumulation importante d'épargne estimée à 2 000 milliards de dollars environ.

Les ménages se sont révélés prudents dans l'utilisation de la première vague de chèques de relance (avec une forte proportion d'épargne ou de remboursement de dette) ; nombreux sont ceux qui désormais, grâce aux importants progrès réalisés sur le front de la vaccination, voient « la lumière au bout du tunnel » et semblent, apparemment, disposés à puiser plus facilement dans l'épargne accumulée. Cela devrait se traduire par une augmentation des dépenses de services au cours des prochains trimestres, par une « rotation » en faveur des secteurs qui avaient été les plus sévèrement pénalisés pendant la pandémie en raison des restrictions à la mobilité.

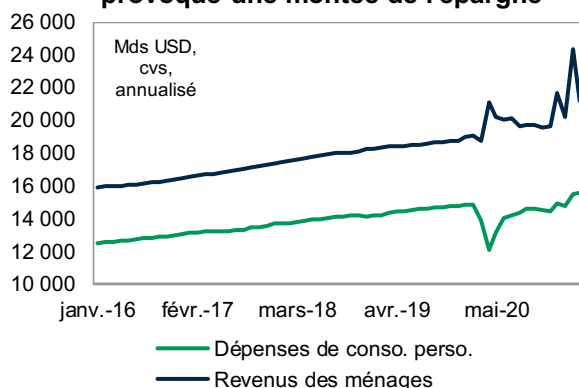
Les revenus salariaux devraient continuer de se redresser, tandis que l'impact des mesures de soutien à la consommation

USA : l'emploi reste près de 7,5M
s/s son pic d'avant-crise

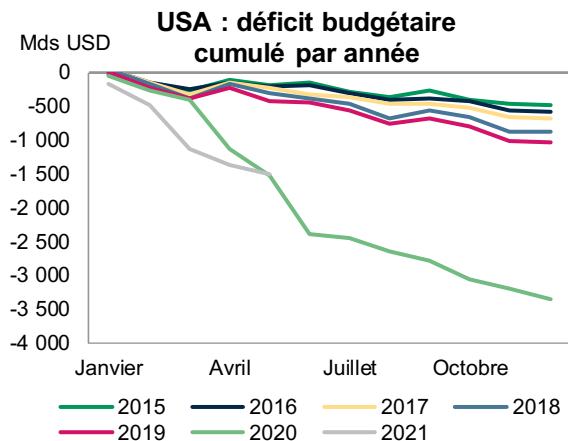


Sources : BLS, Bloomberg, CA CIB

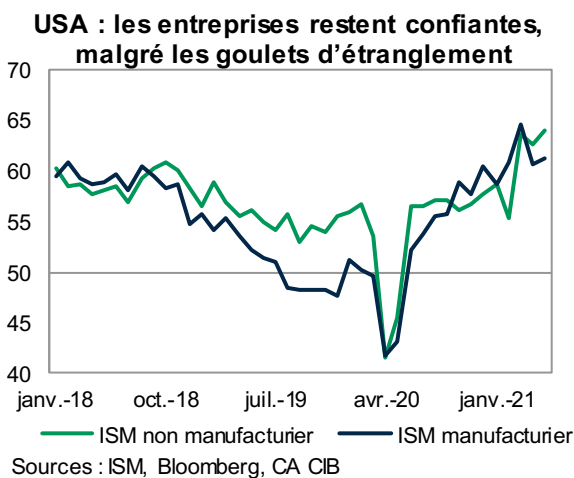
USA : le plan de relance a
provoqué une montée de l'épargne



Sources : BEA, Bloomberg, CA CIB



Sources : Dpt du Trésor, Bloomberg, CACIB



Sources : ISM, Bloomberg, CA CIB

s'estompera dans les mois à venir. La croissance de l'emploi non agricole a été plus lente que prévu au cours des deux derniers mois (le nombre de salariés reste actuellement inférieur de 7,5 millions d'unités à son pic d'avant-crise) mais cela semble partiellement s'expliquer par des contraintes limitant l'offre de main-d'œuvre, lesquelles devraient diminuer dans les mois à venir avec l'extinction progressive des allocations de chômage améliorées, la réouverture des écoles et la poursuite de la vaccination. Le taux de chômage devrait ainsi passer sous la barre des 5% fin 2021 puis tomber à 4% fin 2022, contribuant à soutenir la consommation.

Après un début de reprise soutenue, la croissance de l'investissement restera solide, sur fond de maintien de la confiance à un niveau élevé. Bien que certaines entreprises aient souligné des problèmes de manque de main-d'œuvre et de goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement, la confiance générale dans les perspectives n'a pas faibli : l'ISM manufacturier a dépassé la barre des 60 points au cours des quatre derniers mois et l'ISM des services a également atteint des valeurs proches des 60 points, dont un record historique en mai. Bien que le secteur du logement ait donné quelques signes de stabilisation après le rebond initial, le secteur reste robuste tout comme l'investissement résidentiel même si, après son bond initial, sa croissance ralentit.

L'économie américaine enregistrera fort probablement de meilleurs résultats que la plupart de ses homologues en 2021 (grâce à des mesures de relance plus fortes et à des progrès plus rapides sur le front de la vaccination) : une source de redressement bien plus rapide des importations que les exportations. Les exportations nettes constitueront donc un frein à la croissance cette année : un impact négatif largement compensé par les composantes domestiques de la demande et susceptible de s'inverser en 2022.

La Fed pourrait commencer à normaliser sa politique début 2022 ; elle procédera toutefois de manière graduelle et sa politique continuera durablement de soutenir l'activité. Les taux de marché étant restés relativement bas sur l'ensemble de la courbe, malgré les hausses intervenues en début d'année, les actions de la Fed devraient en outre n'avoir qu'un impact limité sur l'économie réelle : la politique budgétaire jouera un rôle plus important.

À cet égard, l'évolution du plan sur les infrastructures ou de tout autre plan économique à long terme proposé par l'administration Biden demeure une grande inconnue. Les propositions initiales de Joe Biden atteignaient un total d'environ 4 000 milliards de dollars. Bien que les montants évoqués soient encore importants, le montant final sera nettement inférieur, les dépenses seront étalées sur plusieurs années et vraisemblablement financées – au moins partiellement – par des augmentations d'impôts, susceptibles d'amoindrir leur impact positif sur la croissance.

Les Républicains ne souhaitant pas dépasser la barre des 1 000 milliards de dollars, un processus de réconciliation pourrait être nécessaire. Cela retarderait les avancées jusqu'au début de la prochaine année fiscale, en octobre : l'impact ne se ferait donc sentir qu'à partir de 2022. Certains Démocrates modérés ayant exprimé leur réticence à l'égard de certaines parties des plans, une éventuelle loi de réconciliation se traduirait probablement par des plans plus modestes que les projets initiaux. Les propositions ne sont encore qu'au stade initial et le degré d'incertitude reste donc élevé. Ces plans

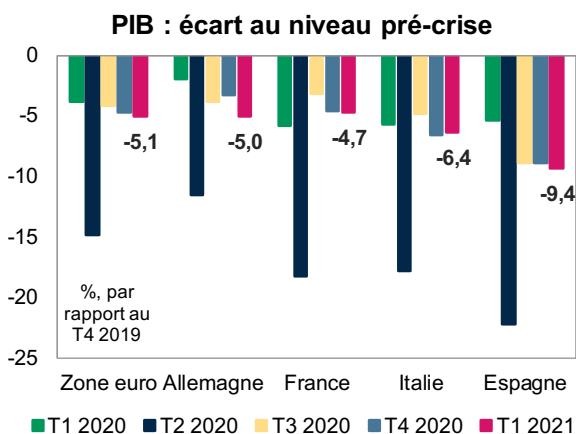
ne sont actuellement pas intégrés dans nos prévisions mais le seront dès que nous bénéficierons d'une meilleure visibilité.

Nicholas VAN NESS

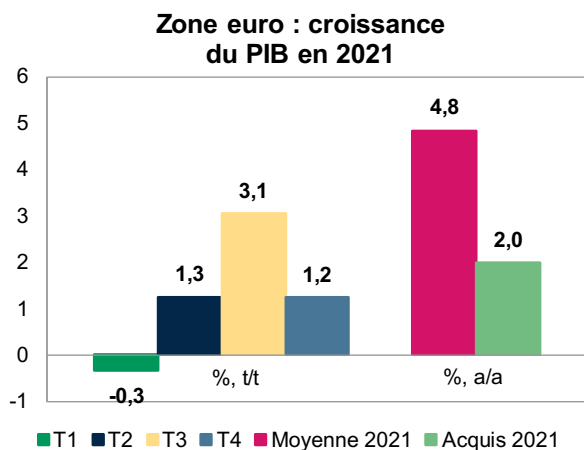
Zone euro : une reprise forte mais encore nimbée de lourds questionnements

L'économie de la zone euro est passée à travers les dernières phases de confinement en limitant les effets négatifs aux secteurs faisant l'objet de mesures de restriction ciblées tout en profitant de la reprise plus précoce d'autres zones, qui a permis la réactivation de son secteur manufacturier.

Sur fond de normalisation des comportements attendue au cours des prochains trimestres, **un rééquilibrage sectoriel se produirait avec la recomposition de la structure de la demande**. Les tensions dans les secteurs où se sont concentrées les augmentations de la demande pendant la phase de distanciation sociale (informatique, micro-processeurs) s'estomperaient progressivement et la récupération de plusieurs secteurs encore contraints pourrait démarrer voire aboutir complètement pour certains. C'est ainsi qu'un **scénario très modérément reflationniste se dessine pour la zone euro à court terme : un scénario qui écarte simultanément une reprise durable et soutenue de l'inflation et une dynamique fortement déflationniste**. Nous prévoyons une croissance du PIB de 4,8% en 2021 et 4,5% en 2022, une prévision qui s'accompagne de risques haussiers à court terme, mais encore baissiers à moyen terme.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.



Sources : Crédit Agricole S.A.

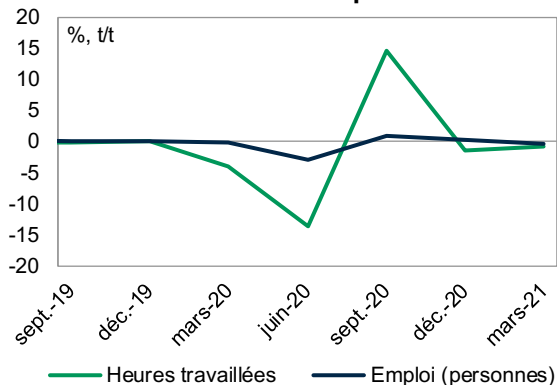
Des contraintes localisées et temporaires sur l'offre

Le repli de la croissance au premier trimestre 2021 a été limité (-0,3% sur le trimestre) et moins marqué qu'au quatrième trimestre 2020 (-0,6%). C'est encore la consommation privée qui a freiné la croissance, mais à un moindre rythme (-2,3%) qu'en fin d'année (-2,9%). La contribution de l'investissement à la croissance a perdu de sa vigueur avec une croissance trimestrielle de 0,2%, après 2,5%. Ce ralentissement s'explique principalement par le moindre dynamisme de l'investissement en logement (0,5%, après 1,9%), tandis que celui en autres constructions reste soutenu (1,4%). L'investissement productif a maintenu également une dynamique prononcée (1,2%), notamment dans les machines et équipements, mais il est amputé par sa composante de biens de transports qui a marqué un net repli (-6,7%). Le dynamisme de l'investissement nous a surpris. Bien qu'ayant pris en compte l'important soutien public à la profitabilité, nous anticipons un comportement plus prudent des entreprises. La force de la demande de biens manufacturés a certes poussé à la hausse l'investissement productif. Une explication supplémentaire réside néanmoins dans le plan de relance européen : les fonds européens, bien que non encore versés, ont pu être anticipés par les États et des projets d'investissement ont pu être financés, grâce à la fongibilité de la monnaie, via les budgets nationaux.

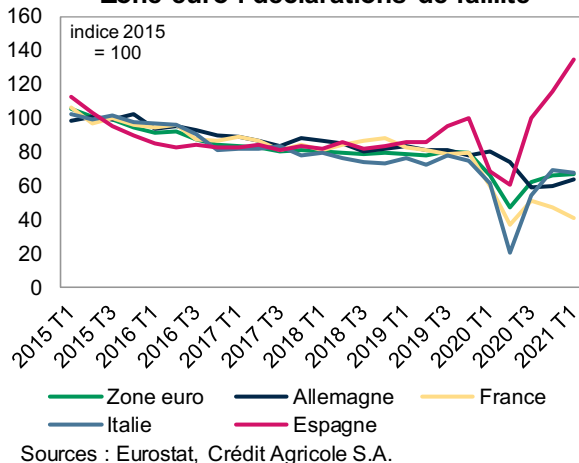
L'accumulation des stocks s'est renforcée et a encore soutenu la croissance, sûrement motivée par la volonté de sécuriser des intrants plus chers (matières premières) ou présentant des pénuries (semi-conducteurs), mais aussi par le nouvel affaiblissement de la consommation.

Les échanges commerciaux ont perdu un peu de leur élan ; leur contribution à la croissance est cependant restée légèrement

Zone euro : ajustement limité de l'emploi



Zone euro : déclarations de faillite



positive. Ce sont les exportations hors zone qui expliquent le ralentissement des ventes à l'étranger tandis que le commerce intra-zone s'est accru.

Le PIB est encore inférieur de 5,1% au niveau pré-crise du fait principalement du retard de la consommation privée (-9,5%). L'investissement a presque pleinement récupéré dans les grandes économies de la zone à l'exception de l'Espagne, avec un écart presque comblé dans la construction (-0,7%) et un retard plus important dans l'investissement productif (-3,4%), imputable surtout au décalage allemand.

La vigueur de la reprise du cycle manufacturier mondial crée un cercle vertueux de demande pour les biens d'investissement dont profitent les producteurs européens. Les tensions croissantes signalées par les producteurs de la zone euro sur leurs équipements sont de bon augure pour le maintien d'une demande soutenue dans le secteur. La demande n'est plus un facteur contraignant la production, selon les enquêtes auprès des industriels, et la demande de biens de consommation demeure dynamique, tirée par les biens de consommation durable bénéficiant ainsi à la production d'équipements électriques et électroniques. La production de biens intermédiaires profite de cette accélération de l'activité. La récupération de la production industrielle par rapport au niveau d'avant-crise est presque complète (-0,3%) au mois d'avril, mais fort inégale. Elle est plus aboutie en Italie et en Espagne, où la demande refoulée est plus importante et la réouverture des activités plus précoce. Elle est achevée pour la chimie, la métallurgie et les machines et équipements, tandis que les activités extractives, le textile et surtout l'automobile restent encore très en retrait. La production d'équipements informatiques et électroniques dépasse déjà de plus de 40% le niveau de 2019.

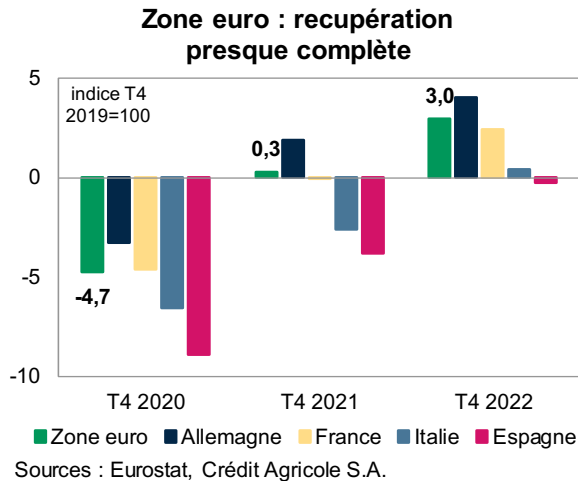
Bien que la demande étrangère soit soutenue et la demande interne à la zone attendue en hausse, l'activité dans l'industrie restera encore perturbée dans les prochains mois par la résorption des stocks très importants accumulés depuis la fin de l'année dernière et par les difficultés d'approvisionnement en matières premières et en biens intermédiaires. D'autres facteurs risquent aussi de perturber les débouchés de la production, notamment l'acheminement des exportations du fait des perturbations dans le fret maritime. Ces évolutions différenciées entre secteurs industriels rendent compatibles goulets d'étranglement, tensions sur les prix localisés et PIB pourtant encore éloigné du niveau et de la tendance pré-crise. Dans les services, les enquêtes signalent un retour à l'expansion de l'activité dès les premières phases du déconfinement et les mois estivaux soutiendront la reprise des flux touristiques intra-zone euro. La consommation est attendue, au cours de l'été, à un niveau bien supérieur à celui de l'été dernier, permettant de presque combler l'écart au niveau pré-crise en France et en Allemagne à la fin 2021.

Nous prévoyons une croissance positive du PIB au deuxième trimestre 2021 (1,3%), tirée par une contribution élevée de la consommation, qui se renforcerait pour alimenter un rebond plus marqué au troisième trimestre (3,1%), puis une croissance toujours soutenue au quatrième trimestre (1,2%). Partant d'un acquis de croissance de 2% fin mars, **le PIB augmenterait de 4,8% en moyenne annuelle en 2021.** Dans notre scénario, la récupération complète du PIB est avancée par rapport au scénario de mars : elle interviendrait dès le quatrième trimestre 2021, tout comme celle de l'investissement. En revanche, après une croissance du PIB de 4,5% en moyenne annuelle en 2022, l'écart au niveau pré-crise de la consommation ne

serait comblé qu'à la fin de 2022. Toutes les grandes économies de la zone auraient retrouvé leur niveau de PIB d'avant-crise, une meilleure performance qu'anticipé dans notre scénario de mars qui prévoyait un écart encore négatif pour l'Italie et l'Espagne.

Pas de véritable modèle pour comprendre cette reprise

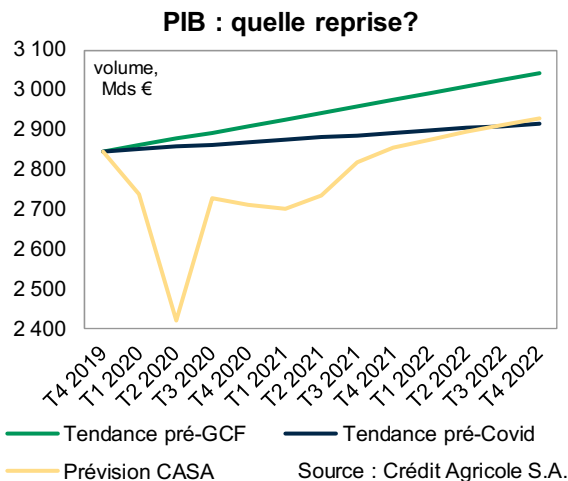
Si la fin 2019 est un bon repère pour vérifier l'état de récupération des différents composants de la demande et de l'offre, le niveau du PIB doit néanmoins le surpasser, afin qu'il soit enfin opportun de parler de reprise.



On pourrait affirmer que **la récupération est véritablement achevée lorsque son impact sur l'emploi est parvenu à son terme**. Or, l'impact sur l'emploi est toujours peu visible car il s'est accompagné d'une réduction des heures travaillées par salarié (-7% au premier trimestre 2021 par rapport au niveau pré-crise), un déséquilibre permis par le déploiement du chômage partiel, ainsi que par une baisse de la participation au marché du travail. Le taux de personnes disponibles pour travailler mais ne recherchant pas un emploi en pourcentage de la population active élargie a crû de 2,3 points au pic de la crise : il était encore de 0,7 point supérieur au niveau d'avant-crise en fin 2020. Au cours des prochains mois, plusieurs effets simultanés mais opposés se manifesteront, rendant difficile la lisibilité de l'évolution de l'emploi et du chômage. Si une large partie des heures non travaillées sera resorbée avec le rebond de l'activité dans les secteurs où les restrictions sont levées, des destructions d'emploi seront aussi visibles avec la levée des suspensions de licenciement et d'enregistrement des défaillances d'entreprises. Celles-ci sont encore très faibles par rapport au niveau pré-crise (à l'exception du cas espagnol) car largement retardées par le fort soutien à la liquidité des entreprises. Aussi, le retour vers l'activité de travailleurs ou de chômeurs s'en étant temporairement écartés peut se traduire par une remontée du chômage. **Nous prévoyons une remontée du taux de chômage jusqu'au premier trimestre 2022 à 9,1%, avant qu'une baisse ne s'amorce. En moyenne annuelle, le taux de chômage atteindrait 8,9% en 2021 et en 2022.**

De plus, **cette crise est plus transformatrice qu'une récession « normale »**. En provoquant des réallocations entre secteurs, elle ne pourra être considérée comme achevée que lorsque les emplois qu'elle aura détruits auront été remplacés par de nouveaux emplois. Et pour ce faire, le PIB doit dépasser la trajectoire précédente.

La question de la vitesse de la croissance dépendra des réponses à plusieurs interrogations décisives. Quel est le potentiel de croissance des secteurs industriels qui ont déjà largement récupéré leur niveau d'avant-crise ? Quel est le potentiel de récupération des secteurs des services qui présentent un important écart restant à combler ? Une normalisation des comportements de dépense dans les services ira-t-elle de pair avec un retour aux anciens comportements de consommation des biens ? L'écart d'activité par rapport au niveau d'avant-crise est-il un bon indicateur de l'écart de production ? Ou la crise a-t-elle plutôt affaibli la croissance potentielle en laissant des cicatrices indélébiles sur l'emploi et certains secteurs ? Les politiques publiques vont-elles alors permettre non seulement de panser ses blessures, mais aussi de renforcer la croissance potentielle ? Comment déterminer les parts respectives de la croissance due au soutien public et monétaire massif et de la croissance plus autonome ? Comment évaluer la résistance de la croissance au passage d'un soutien généralisé à un soutien plus ciblé et limité ?



Notre scénario ne peut pas à ce stade apporter une réponse définitive à toutes ces questions. Aussi savons-nous seulement que l'impact de la crise de la Covid sur la profitabilité et l'emploi ne s'est toujours pas manifesté du fait du soutien public. Mais les signaux qui nous parviennent de toutes les institutions, soient-elles budgétaires, monétaires, réglementaires, nous invitent à exclure un retrait trop abrupt et précoce de ce soutien. En jouant leur rôle coordonné d'agents assurantiels, on peut prévoir qu'elles assureront des politiques d'accompagnement à moyen terme non seulement pour gérer la sortie de crise mais aussi pour accompagner les importantes réallocations sectorielles qui s'ensuivront.

Paola MONPERRUS-VERONI

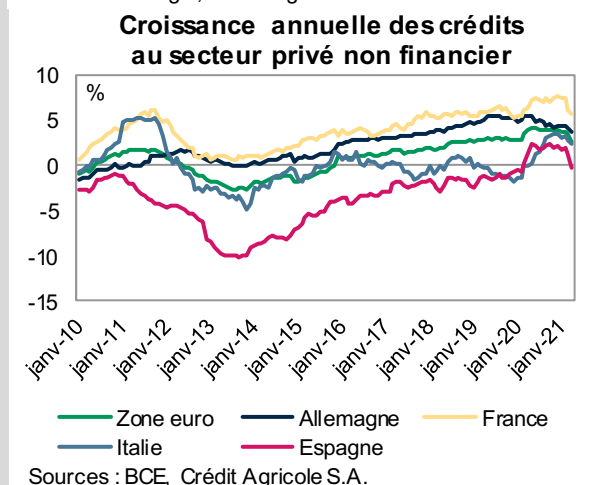
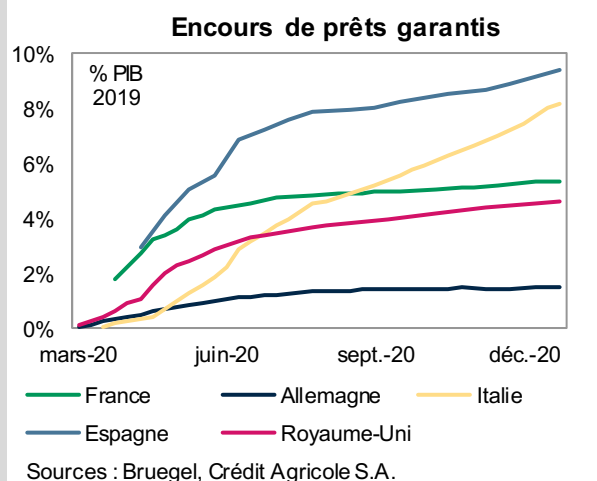
Focus – Les banques européennes et le financement de la relance

Les banques européennes sont entrées dans la crise du Covid-19 avec des bilans solides qui leur ont permis de participer, au côté des autorités budgétaires, monétaires et prudentielles, à la mise en place des mesures de sauvetage permettant le maintien des structures économiques.

D'abord, les banques européennes ont accordé des moratoires de crédit, autorisant les ménages et les entreprises à différer les paiements d'échéances à la suite des baisses de revenus liées aux mesures de confinement. Ces moratoires concernaient 16% des crédits aux entreprises européennes et 7% des crédits immobiliers aux ménages en juin 2020.

Par ailleurs, les banques ont participé à la distribution des prêts garantis par les autorités publiques, qui ont permis aux entreprises d'obtenir les liquidités nécessaires pour faire face à leurs obligations et préserver leur trésorerie. Si les modalités pratiques de mise en œuvre de ces dispositifs varient au sein des différentes juridictions européennes, les principes sont relativement similaires et les taux de ces crédits sont partout réduits. En France, près de 140 milliards d'euros de prêts garantis par l'État ont ainsi été distribués (plus de 5% du PIB nominal de 2019). Le recours à ces instruments est plus massif encore en Italie (plus de 8% du PIB 2019) et en Espagne (plus de 9%), où la baisse de l'activité a été plus sensible, en raison de mesures de confinement plus longues et plus strictes. Au total, les banques ont bien connu une forte croissance de la taille de leur bilan, avec une accélération marquée des encours de crédits à la clientèle en France, en Italie et en Espagne sur l'année 2020.

Cette accélération a d'abord été financée par la forte progression des dépôts, à la fois sur le segment des entreprises et sur celui des ménages, qui ont constitué un surplus d'épargne forcée et de précaution qui s'est élevé jusqu'à 14% du revenu disponible au deuxième trimestre 2020. Les banques ont également bénéficié de conditions de refinancement favorables auprès de l'Eurosystème, avec la mise en place des mesures de refinancement à long terme (TLTRO-3, PELTRO) et la montée en puissance des programmes d'achats d'actifs. À cet égard, les banques ont toujours disposé d'une liquidité abondante lors de cette crise : les conditions de fonctionnement du marché interbancaire ne se sont pas dégradées, contrairement à ce que l'on avait pu observer lors de la grande crise financière, suivie de celle des dettes souveraines. Enfin, le coût de



distribution des crédits a été légèrement réduit par un allègement temporaire des contraintes prudentielles, avec un traitement exceptionnel des moratoires de crédit, une baisse des coussins macro-prudentiels contra-cycliques, l'adaptation des normes comptables dans le calcul des provisions pour en limiter l'impact pro-cyclique et un allègement des exigences de fonds propres. Ces mesures auraient permis de libérer une capacité de 1 800 milliards d'euros de crédits supplémentaires au sein de la zone euro.

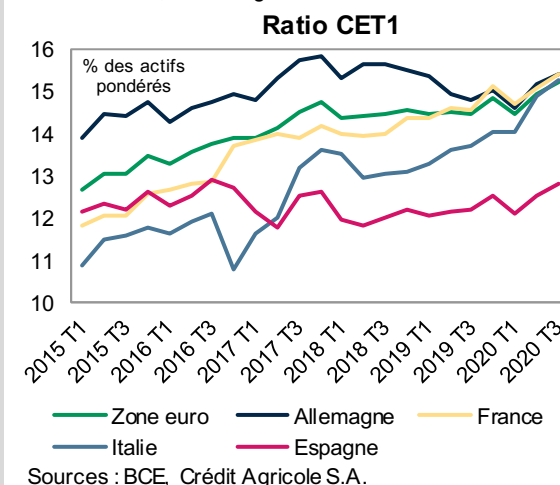
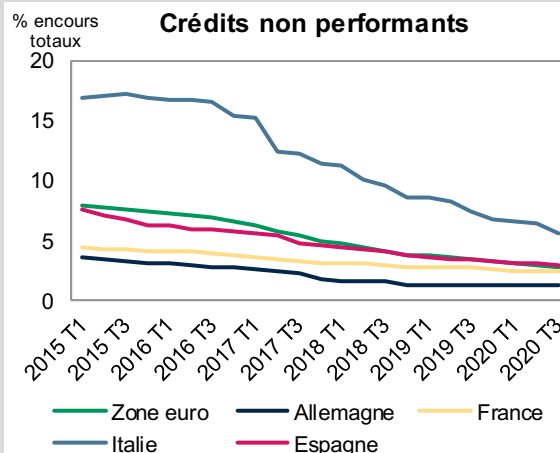
Les banques européennes ont pu participer à l'effort de soutien parce qu'elles sont entrées dans la crise avec des fondamentaux solides, mais aussi parce qu'elles ont su adopter des politiques prudentes de gestion du risque. En premier lieu, elles maîtrisent la qualité des actifs à leur bilan. La part des crédits non performants dans le total des encours s'inscrit en baisse depuis plusieurs années et affiche à la fin 2020 son niveau le plus bas jamais atteint. Les risques inscrits au bilan bancaire, mesurés par les actifs pondérés rapportés à la taille de bilan, s'inscrivent également en baisse, puisque les banques bénéficient désormais d'une garantie publique sur une partie des crédits qu'elles ont consentis.

Toutefois, la sortie progressive des mesures de soutien aux entreprises et aux ménages pourrait engendrer une hausse des défaillances et dégrader la qualité des portefeuilles bancaires. C'est la raison pour laquelle les banques ont fortement accéléré la constitution de provisions sur l'année 2020 : le coût du risque est passé de 50 points de base à la fin de l'année 2019 à près de 70 points sur 2020 pour les grandes institutions supervisées par la BCE. Cette gestion prudente a d'ailleurs fortement pesé sur les résultats financiers des banques et leur rentabilité pour l'année 2020 : le taux de retour sur fonds propres, pour ces mêmes institutions, est passé de 5,2% au quatrième trimestre 2019 à 1,5% à la fin 2020.

Dans la plupart des pays européens, les banques ont également continué à améliorer leur solvabilité en accroissant les niveaux de fonds propres. Sur l'ensemble des banques supervisées par la BCE, l'augmentation du capital atteint 4% sur l'année 2020 et même 4,1% si l'on considère les fonds propres de base (Tier 1). Le ratio CET1, qui mesure la solvabilité des banques à travers le rapport entre les fonds propres durs et les actifs pondérés des risques, s'inscrit en hausse et atteint son plus haut niveau dans la plupart des grands pays européens. Il se fixe partout au-delà des exigences réglementaires en la matière, l'Espagne figurant toutefois toujours en queue de peloton.

Au total, les banques achèvent l'année 2020 avec des bilans gonflés, mais une santé financière bien établie, qui devrait leur permettre de participer désormais au financement des plans de relance de l'économie. Quelques risques subsistent toutefois, qui appellent à une prudence particulière des autorités publiques. D'abord, la capacité du secteur bancaire à absorber une partie du choc économique dépend du caractère ordonné et graduel de la sortie des politiques publiques de soutien, qu'elles bénéficient directement aux agents non financiers (stabilisateurs automatiques et politiques budgétaires) ou indirectement via le secteur financier (politiques monétaires accommodantes et allègements prudentiels).

Ensuite, l'augmentation de la dette publique dans le cadre des plans de relance s'accompagne d'une hausse des expositions du secteur bancaire au risque souverain, ce qui pourrait porter un risque d'enclenchement de la boucle pernicieuse de fragilisation des États et des banques qui leur sont liées. Ce risque est minimisé par le processus d'approfondissement de l'Union bancaire européenne à l'œuvre sur la dernière décennie, mais ce processus n'est pas arrivé à son terme et la finalisation d'un cadre mutualisé



de résolution et de garantie des dépôts prend aujourd'hui un caractère d'urgence, comme en attestent les déclarations récentes du Conseil européen et de l'Eurogroupe.

Enfin, au-delà de leur performance chahutée par la crise, les banques européennes font face à un défi structurel de rentabilité, accentué par l'environnement de taux bas, qui rend nécessaire une transformation voire une consolidation du secteur dans certains pays. Cette transformation, déjà entamée comme en témoignent des opérations de fusions importantes en Espagne et en Italie, ne peut pas être entravée par des logiques protectionnistes entre États européens et peut être favorisée par un traitement prudentiel favorable, selon des logiques déjà esquissées par les autorités européennes.

Lionel POTIER

Royaume-Uni : la reprise gagne en vigueur mais l'heure de vérité approche

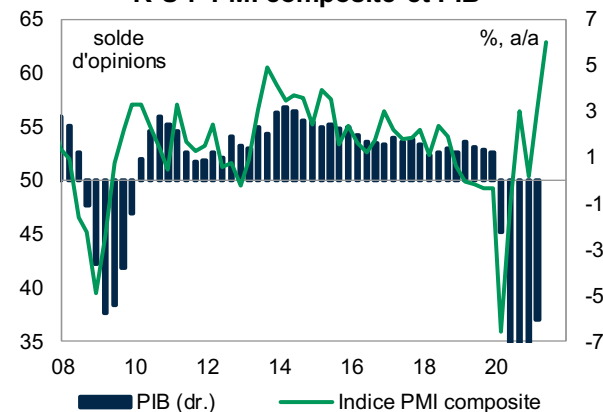
Résistance de l'activité au premier trimestre 2021, lors du troisième confinement, puis rebond plus rapide qu'attendu. La contraction du PIB a été relativement limitée au premier trimestre (-1,6% sur la période), témoignant d'une meilleure résistance de la consommation des ménages aux mesures gouvernementales de limitation des activités sociales et des déplacements qu'au début de la pandémie. L'assouplissement des restrictions, qui a débuté en mars conformément au plan de réouverture du gouvernement et grâce au succès de la campagne de vaccination, a provoqué un rebond de l'activité plus fort qu'attendu en mars et avril. Le PIB a maintenant récupéré une partie importante de ce qu'il avait perdu avec la pandémie : en avril, il n'était inférieur que de 3,8% à son niveau pré-crise.

Les indicateurs avancés suggèrent que la dynamique de la reprise s'est encore renforcée. Les enquêtes PMI se sont envolées et la confiance des consommateurs a retrouvé son niveau pré-crise. Le rééquilibrage des dépenses de consommation des biens vers les services a déjà commencé, comme le suggère la baisse en volume des ventes au détail en mai (-1,4% sur le mois), bien que leur niveau soit encore inférieur de 9% à celui de février 2020. Le marché du travail s'est amélioré et se tend dans certains secteurs. Le nombre d'employés en chômage technique est tombé à 1,7 million (soit 6,5% de la population active) en mai, contre 3,4 millions fin avril. Ces indicateurs nous conduisent à réviser nos prévisions à court terme en forte hausse et à tabler sur une croissance de plus de 5% au deuxième trimestre 2021.

Si, jusqu'à présent, la situation sanitaire semble sous contrôle, les craintes suscitées par le variant Delta imposent néanmoins la prudence. Les nouveaux cas de Covid-19 ont fortement augmenté au cours des dernières semaines, conduisant le gouvernement à reporter la dernière étape de son plan de réouverture de quatre semaines, au 19 juillet. Cela pourrait provoquer une légère correction temporaire des enquêtes auprès des entreprises mais celles-ci sont très bonnes et un repli modéré n'aurait guère de conséquence sur les perspectives économiques à court terme. L'immunité collective est atteinte puisqu'en Angleterre plus de 80% de la population est désormais porteuse des anticorps contre le Covid-19, que ce soit après contamination ou vaccination. Près de 43 millions de personnes ont reçu une dose de vaccin et 31 millions (45% de la population totale) en ont reçu deux.

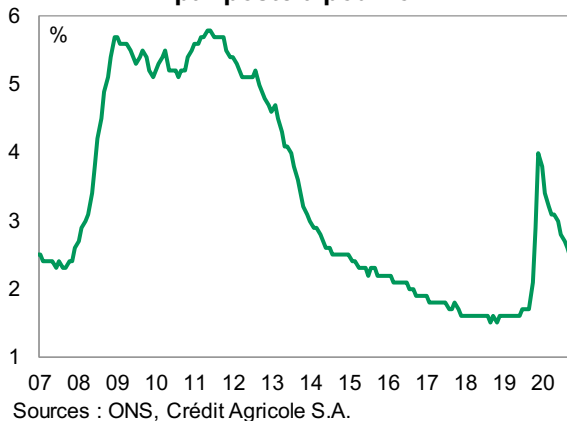
La croissance devrait ralentir fortement en fin d'année avec la résorption des mesures de soutien. Au-delà du rebond initial post-pandémie, un élément-clé des perspectives de demande est l'expiration prévue le 30 septembre prochain d'un certain nombre d'importantes mesures gouvernementales de soutien. C'est notamment le cas du dispositif de chômage partiel, de la bonification de 20 livres par

R-U : PMI composite et PIB

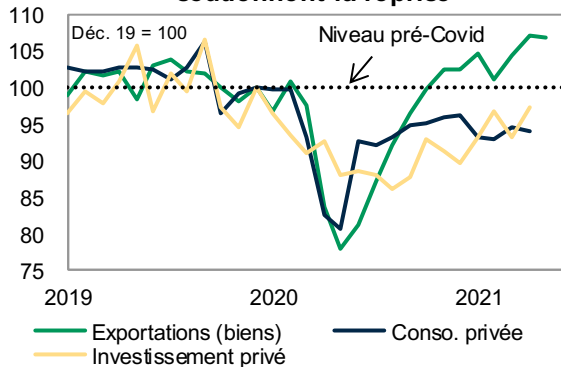


Sources : IHS Markit, Crédit Agricole S.A.

R-U : nombre de chômeurs
par poste à pourvoir



Japon : les exportations
soutiennent la reprise



semaine de l'aide sociale (*Enhanced Universal Credit*) et de la TVA réduite pour la restauration et l'hôtellerie. Ceci entraînera une possible hausse du taux de chômage au quatrième trimestre 2021, laquelle devrait être durable : certains secteurs ne retrouveront probablement pas leur niveau d'activité pré-crise (ce sera le cas du commerce de détail, de l'hôtellerie et des voyages, notamment). La confiance des consommateurs devrait en pâtir et ce d'autant plus que l'inflation sera élevée à court terme. Un net ralentissement de la consommation des ménages devrait intervenir début 2022.

Les perspectives économiques très encourageantes à court terme militent en faveur d'une prévision de croissance revue en forte hausse en 2021 (de 5,6% à 7,4%) mais réduite en 2022 (de 6,6% à 5,6%). Dans notre scénario, le PIB retrouverait ainsi son niveau pré-crise au quatrième trimestre 2021.

Slavena NAZAROVA

Japon : une économie soutenue par les exportations et un probable plan de soutien, en attendant davantage de vaccinations

Notre scénario retient une quasi-stabilité du PIB réel au deuxième trimestre, à -0,1% sur cette période durant laquelle l'état d'urgence est resté en vigueur dans les principales préfectures jusqu'au 20 juin. L'état d'urgence ayant également été en vigueur au premier trimestre, tout impact à la baisse sur le PIB du deuxième trimestre serait néanmoins limité en termes de variation trimestrielle. Simultanément, les exportations, qui dépassent déjà leur niveau d'avant-crise, continueront de soutenir l'économie.

Le Premier ministre, Yoshihide Suga, a déclaré en juin que toutes les personnes souhaitant se faire vacciner pourraient l'être d'ici octobre ou novembre. Sous cette hypothèse, **nous anticipons une forte accélération du PIB réel au troisième trimestre (+6,1% en glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières) puis au quatrième trimestre (+4,4%)**, grâce au dégel des dépenses de consommation et des investissements publics latents, ainsi qu'à la poursuite du soutien des exportations, notamment vers les États-Unis et l'Union européenne.

À partir du mois de juillet, le Japon entre dans une période hautement politique avec l'élection de l'assemblée métropolitaine de Tokyo le 4 juillet, les Jeux olympiques et paralympiques de Tokyo de fin juillet à début septembre, puis la dissolution attendue de la Chambre basse par le Premier ministre, dont le mandat à la présidence du parti au pouvoir, le Parti libéral démocrate, prendra fin le 30 septembre. **Cette dissolution de la Chambre basse, qui devrait intervenir début septembre, serait suivie d'une élection anticipée quarante jours au plus tard après.**

Ces événements politiques constitueront une bonne raison pour le cabinet Suga et le parti au pouvoir d'élaborer un plan de soutien économique qui figurera dans le programme du parti pour les élections anticipées à venir. L'essentiel du financement de ce plan proviendra des fonds non utilisés du troisième budget supplémentaire de l'année fiscale précédente (avril 2020 - mars 2021), lequel n'a pu être mis entièrement en œuvre en raison du Covid-19. **Malgré une ampleur a priori importante, ce nouveau plan ne devrait donc pas nécessiter un nouveau budget supplémentaire important et n'avoir qu'un impact haussier limité sur les taux longs.**

Pays émergents – Une reprise inégale

La reprise est inégale au sein de la sphère émergente. Des risques se profilent, tels que la montée de l'inflation, les tensions sur les marchés et de possibles surprises sur le plan géopolitique. L'incertitude sanitaire reste cependant le plus grand risque.

Une reprise en deux temps

La reprise *post-Covid* dans les économies émergentes est un processus en deux étapes, initié d'abord par une impulsion extérieure, puis relayé par des facteurs domestiques.

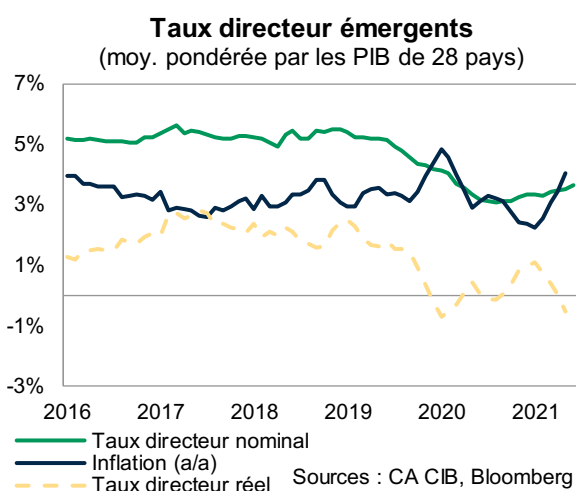
Dans un premier temps, **les émergents ont bénéficié du renforcement de la demande des pays développés et de la Chine**. Les exportations des pays émergents ont progressivement redémarré depuis 2020 : en valeur, elles dépassent leurs niveaux pré-crise. Certes, la forte hausse généralisée des prix des matières premières depuis mi-2020 a joué un rôle important, mais les exportations hors matières premières se sont également redressées. Au cours des trois derniers mois disponibles (février-avril), les exportations émergentes, mesurées en dollars, ont ainsi augmenté de 22% par rapport au niveau observé deux ans plus tôt, avant la pandémie.

Les pays émergents ont également bénéficié de conditions monétaires globalement plus accommodantes au cours des cinq derniers trimestres, en raison notamment des politiques de la Fed et de la BCE. Cela leur a permis de baisser leurs propres taux de manière agressive et de recevoir des flux de capitaux : ces derniers sont progressivement revenus vers les économies émergentes, en particulier depuis le dernier trimestre 2020 et se sont révélés particulièrement élevés entre la mi-mai et la mi-juin 2021, jusqu'au FOMC.

Dans un second temps, **les émergents ont profité de la normalisation de leur demande intérieure, certains pays ayant rouvert leurs économies**. Cette normalisation est clairement loin d'être terminée pour tous les pays émergents et reste souvent mise en question. Les pays émergents accusent du retard par rapport aux pays développés en termes de vaccination et de réouverture de l'économie. Certains pourraient cependant bénéficier des progrès de la vaccination au second semestre.

La pandémie devrait rester une contrainte majeure au second semestre

Les progrès de la vaccination sont très inégaux. La Chine a progressé très rapidement depuis la mi-mai et se rapproche de la moyenne des pays développés en termes de proportion de personnes vaccinées. Des incertitudes subsistent quant à l'efficacité des différents vaccins face aux nouveaux variants ; cela pourrait inciter la Chine à maintenir des restrictions sur les transports et les communications. Les autres pays émergents sont clairement loin derrière, avec quelques rares exceptions « éparpillées » dans différentes parties du monde, comme l'Europe centrale, Singapour, mais aussi certains pays du Golfe, la Turquie ou, dans une moindre mesure, le Chili. Parmi les pays les plus en retard, il convient d'établir une distinction entre, d'une part, les pays les plus riches (ceux dont le PIB par habitant est plus élevé), ceux qui ont fait leurs preuves en matière de lutte contre la pandémie et, d'autre part, les pays les plus pauvres et ceux qui ont moins bien géré la pandémie. Le premier groupe sera moins touché par les



contraintes qui subsistent, tandis que la croissance économique des pays du second groupe sera probablement plus fortement impactée par les contraintes liées au Covid. Ce deuxième groupe comprend de nombreux pays d'Afrique, d'Asie du Sud et du Sud-est, et une partie de l'Amérique latine. Les taux de vaccination actuels sont particulièrement bas en Égypte, en Afrique du Sud, mais aussi aux Philippines, en Thaïlande et en Indonésie, entre autres.

La croissance globale des économies émergentes restera donc freinée par les mesures de distanciation sociale, mais également par les restrictions pesant sur le tourisme et les transports, et par une moindre flexibilité budgétaire qui limite les possibilités de soutien public. Cela limitera quelque peu la reprise de la consommation privée, un handicap qui devrait durer plus longtemps dans les pays qui dépendent du tourisme.

La reprise de l'investissement reste graduelle

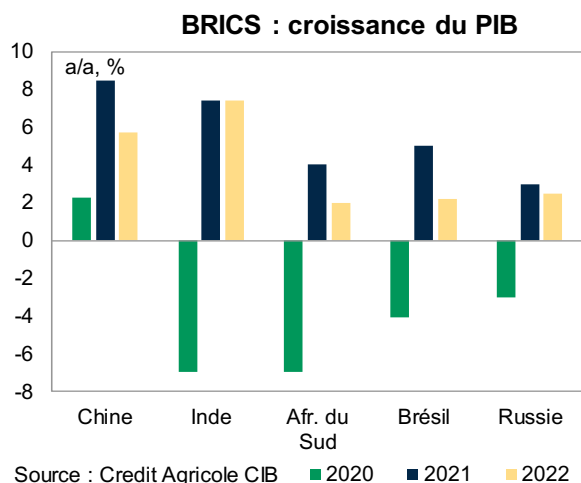
Après s'être fortement contracté l'an dernier, l'investissement a rebondi, soutenu par un effet de rattrapage et par des conditions monétaires plus accommodantes. La plupart des banques centrales émergentes ont abaissé leurs taux directeurs, et certaines d'entre elles ont mis en place des programmes de type QE (assouplissement quantitatif). Dans un premier temps, la baisse de l'inflation a limité la baisse des taux d'intérêt réels ; l'augmentation plus récente de l'inflation a tendu à les faire baisser : le taux directeur réel moyen de la sphère émergente est ainsi redevenu négatif. Cela pourrait contribuer à soutenir l'investissement, malgré une possible détérioration de la situation sanitaire due au variant Delta.

Le défi de l'inflation

Cependant, **à mesure que l'inflation se renforce, elle pose un problème croissant pour les économies émergentes.** L'inflation moyenne pondérée des pays émergents est ainsi passée de 2,2% sur un an en janvier à 4% en mai dernier. La plupart des banques centrales affirment, comme la Fed, que ce pic d'inflation est temporaire mais la montée actuelle de l'inflation est un phénomène multifactoriel, plus difficile à enrayer pour les banques centrales.

Les différents facteurs en jeu dans la montée de l'inflation sont des effets de base statistiques (de nature temporaire), **des facteurs liés à la demande** (réouverture des économies), **des facteurs liés à l'offre** (goulets d'étranglement en partie liés au Covid) **et la hausse des cours des matières premières.** Du point de vue des banques centrales, il est logique de relever les taux directeurs afin de s'assurer que les facteurs supposés temporaires le restent et n'alimentent pas les anticipations d'inflation qui rendraient plus difficile le contrôle ultérieur de l'inflation. Jusqu'à récemment, le resserrement monétaire était limité à certains pays comme la Turquie, le Brésil et la Russie. Certaines banques centrales d'Europe centrale (notamment la Hongrie et la République tchèque) ont depuis peu rejoint le club des « faucons » et d'autres ont vocation à le rejoindre. Sur les vingt banques centrales principales que nous suivons, nous anticipons que neuf d'entre elles relèveront leurs taux directeurs au second semestre (soit probablement deux ans avant la Fed).

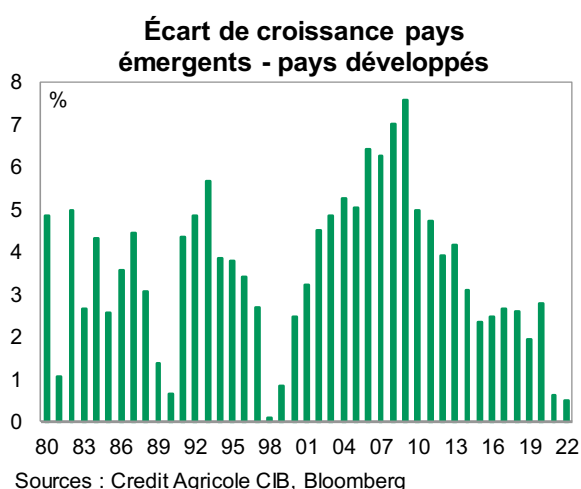
La remontée des taux pourrait peser sur l'activité économique et freiner la reprise, facteur auquel pourrait s'ajouter un possible retour des contraintes liées au Covid. Mais, **ne pas relever les taux pour protéger la croissance pourrait faire courir le risque d'être en**



retard dans la lutte contre l'inflation, ce qui pourrait nuire au taux de change et aux *spreads* de crédit. *A contrario*, **des taux plus élevés pourraient accroître l'attrait des obligations en termes de portage et soutenir les taux de change de certaines devises, si la situation sanitaire le permet.**

Une relative sous-performance

Parlons chiffres. Sur le papier, nos **prévisions de croissance du PIB pour les pays émergents** ne semblent pas trop mauvaises : nous attendons **6,2% en 2021**. Ce chiffre est supérieur à la fourchette observée ces dernières années : une « illusion d'optique » largement liée à l'effet de rattrapage après une année de base faible. Une vision beaucoup moins flatteuse est fournie par le différentiel de croissance entre pays développés et pays émergents : le surcroît de croissance des émergents ne devrait atteindre que 1,3 point de pourcentage (p.p.) cette année, beaucoup moins que les 3,1 p.p. enregistrés en moyenne au cours des dix dernières années. On peut donc parler de sous-performance relative des économies émergentes, conséquence du retard pris dans la campagne de vaccination et de marges de manœuvre budgétaires plus réduites que celles des pays développés.



Trois risques, trois lignes de fracture

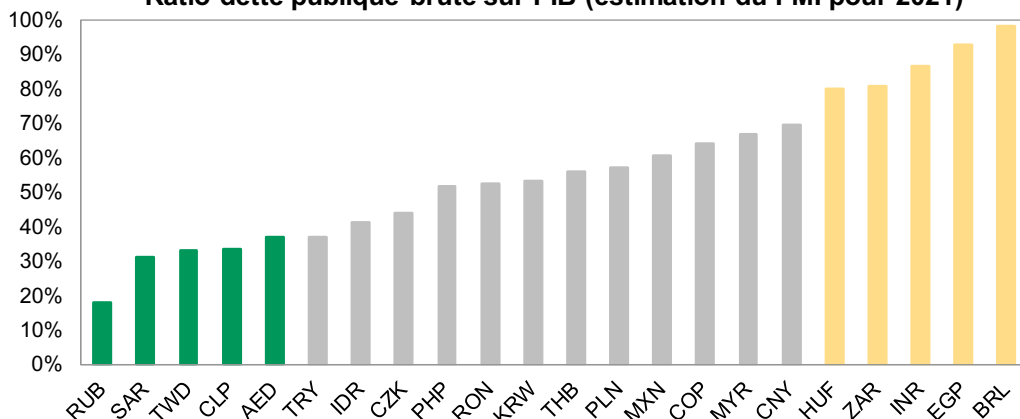
Notre scénario central pourrait être remis en question par trois risques principaux. Compte tenu des nombreux aléas intervenus au cours des dix derniers mois, il semble indispensable de les prendre en considération.

Le premier est le **risque épidémique**. Il est déjà inclus jusqu'à un certain point dans notre scénario de base, mais les choses pourraient empirer. Le principal risque pourrait venir d'une nouvelle propagation de la pandémie à cause du variant Delta, ou d'un autre variant, combinée à des taux de vaccination relativement faibles dans les pays émergents (il existe également un risque lié à l'efficacité différenciée des différents vaccins). Cela pourrait provoquer de nouveaux confinements, peser sur l'activité et avoir des conséquences humaines et sociales désastreuses. Une nouvelle fois, les pays qui manquent d'infrastructures (et affichent les niveaux de PIB par habitant les plus faibles) seraient probablement les plus touchés : la longue crise du Covid creuserait alors un écart non seulement entre pays développés et pays émergents, mais également au sein même des pays émergents, selon qu'ils sont plus ou moins développés, avec des conséquences sociales et politiques.

Le deuxième risque est un **risque de marché**, ou plus précisément le risque d'un fossé grandissant entre l'économie et les valorisations de marchés, au moins pour certains pays. Du point de vue du marché, les devises des pays émergents se sont en partie redressées, les *spreads* de crédit se sont fortement réduits, les prix des matières premières se sont envolés, soutenant les termes de l'échange et les devises des pays exportateurs. Cette tendance pourrait se poursuivre si la Fed parvient à garder le marché obligataire sous contrôle. En revanche, d'un point de vue économique, la prime de croissance des pays émergents s'est réduite (cf. *supra*), de nombreux pays émergents ont vu leur flexibilité financière s'éroder (y compris sur le plan souverain, c'est tout particulièrement le cas du Brésil, de l'Inde et de l'Afrique du Sud). Certains grands pays émergents, comme la Turquie, ont encore des soldes extérieurs précaires et la situation économique pourrait être aggravée par le risque sanitaire décrit plus haut. Ce fossé entre l'économie et le marché est tel que les valorisations de certaines

devises émergentes semblent trop optimistes. En cas de réduction de cet écart, les devises les plus concernées pourraient être amenées à s'ajuster brutalement. Quels pourraient être les déclencheurs d'un tel ajustement abrupt ? Une forte remontée des taux de marché américains (en raison d'une mauvaise gestion de la Fed, d'une inflation plus forte que prévu...), un ajustement brutal des cours des matières premières ou un accident dans un pays émergent important. Ces facteurs de risque ne sont actuellement pas intégrés dans notre scénario de base pour les six prochains mois, mais doivent malgré tout être pris en considération.

Ratio dette publique brute sur PIB (estimation du FMI pour 2021)

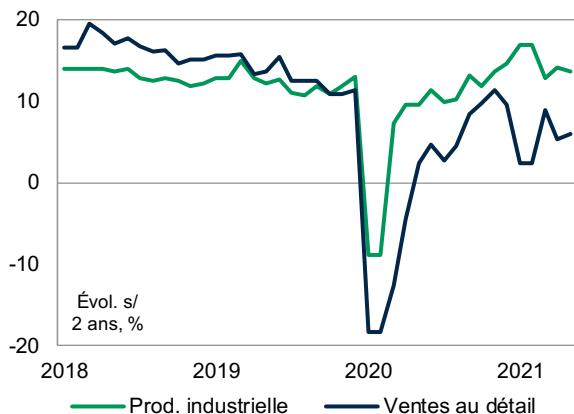


Sources : Credit Agricole CIB, FMI

Troisième facteur de risque : **le clivage géopolitique**. Jusqu'à présent, la politique étrangère de l'administration Biden vis-à-vis de la Chine suit les 3C : « concurrence (sur des questions telles que la technologie), collaboration (sur des questions telles que le changement climatique), confrontation (sur des questions telles que les droits de l'Homme) ». Ces trois dimensions suggèrent une approche moins monolithique que celle de l'administration Trump. L'approche de l'administration Biden semble également moins conflictuelle ; cela n'exclut toutefois pas qu'elle puisse le devenir. Il existe de nombreux sujets susceptibles de provoquer une montée des tensions entre les États-Unis et la Chine. Plus le marché s'habitue à une approche moins conflictuelle, plus il peut être pris à contre-pied en cas de montée des tensions, avec de possibles effets négatifs sur les prix des actifs et des boucles de rétroactions dommageables sur les économies.

Sébastien BARBÉ

Chine : indicateurs-clés d'activité

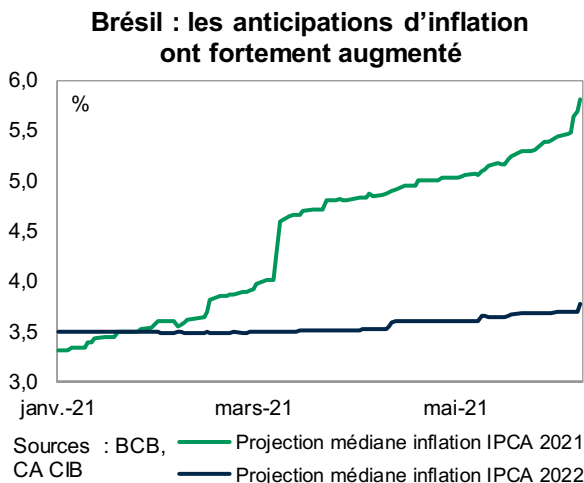
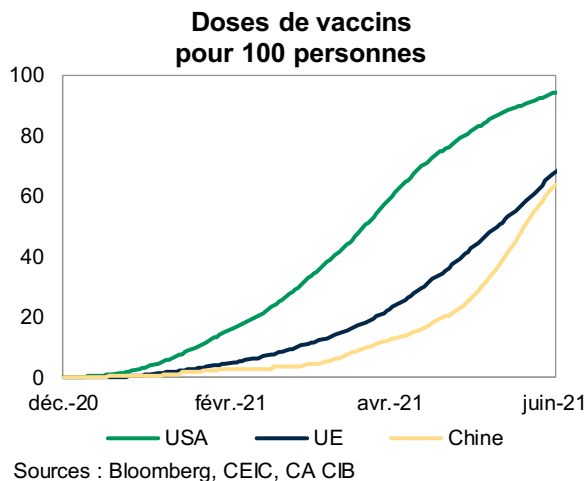


Sources : Bloomberg, CEIC, CA CIB

Chine : le ralentissement devrait se poursuivre

En comparaison au second semestre 2020, **le premier semestre 2021 a connu une décélération significative de la croissance séquentielle de la Chine**, tant en termes de croissance trimestrielle du PIB que d'évolution mensuelle de la production industrielle, des ventes au détail et des investissements. Ce ralentissement est avant tout la conséquence d'un recul des mesures de soutien économique, recul visible dans la consolidation budgétaire rapide et une décélération générale du financement dans l'économie.

Il semble également que **la demande intérieure privée ne soit toujours pas en mesure de porter la croissance à son niveau pré-pandémie**, en raison d'une consommation des ménages toujours peu dynamique, phénomène lui-même lié à la faiblesse du marché du travail qui provoque une remontée du taux d'épargne.



La croissance est ainsi de plus en plus déséquilibrée : la production (industrielle et de services) est en hausse d'environ 14% par rapport à ses niveaux de 2019 alors que la demande (ventes au détail et investissements) n'affiche qu'une progression à un chiffre. Cet écart conduira nécessairement à terme à une baisse de la croissance de la production.

La dynamique de croissance relativement faible du premier semestre 2021 devrait se prolonger à court et moyen termes, entraînant une baisse du taux de croissance du PIB à environ 8% en glissement annuel au deuxième trimestre 2021, 6% au troisième trimestre, puis 4% au quatrième trimestre 2021. En conséquence, l'expansion économique annuelle moyenne sera probablement d'environ 8,5% en 2021 : un rythme qui peut sembler élevé, mais qui ne suffira pas à stabiliser le marché du travail et à relancer la consommation.

Notre scénario table également sur **un ralentissement de la croissance à 5,7% en 2022 et sur une décélération progressive à moyen et long termes**. Les États-Unis connaîtront une croissance en glissement annuel supérieure à celle de la Chine pendant environ quatre trimestres à partir du deuxième trimestre 2021 et la Chine perdra sa position de principal contributeur à la croissance mondiale en 2021 et 2022, une position qu'elle occupait depuis quinze ans.

En conséquence, **l'inflation chinoise devrait rester bien contenue, à 1,3% en moyenne en 2021, puis 1,9% en moyenne en 2022**, puisque la tournure moins accommodante de la politique monétaire devrait demeurer inchangée jusqu'au second semestre 2022.

Les risques entourant ce scénario sont équilibrés et gérables. Du côté négatif, les freins sont connus : levier élevé (306% du PIB l'année dernière), cherté de l'immobilier, inégalités de revenus, « piège du revenu intermédiaire » et tendances démographiques négatives (croissance de la population de seulement 1,7 million ou 0,12% en 2020). Du côté positif, les perspectives de croissance sont soutenues par l'accélération de la campagne de vaccination, d'importants gains de productivité et l'urbanisation.

Dariusz KOWALCZYK

Brésil : attachez vos ceintures

Une Banque centrale hawkish, de meilleures perspectives de croissance après un premier trimestre favorable et les avancées récentes concernant des réformes importantes ont soutenu les actifs brésiliens : depuis début avril, la devise et les rendements des emprunts d'État à long terme ont augmenté, tandis que le CDS s'est inscrit en baisse. Cependant, au-delà de ce répit à court terme, les risques baissiers, liés notamment aux pressions budgétaires et à l'incertitude autour des élections générales de 2022, vont commencer à dominer à nouveau les marchés brésiliens.

En réponse à la forte hausse de l'inflation, au bond des anticipations d'inflation et à l'augmentation des risques budgétaires et politiques, la Banque centrale du Brésil (BCB) a entamé un cycle de resserrement monétaire. La BCB a commencé à relever son taux directeur, le Selic, qui était historiquement bas (2,00%) pour le porter à 4,25% à ce jour. Compte tenu de la stratégie annoncée par la BCB, qui consiste à ramener le taux directeur à un niveau neutre, notre scénario table sur un Selic à 6,50% fin 2021, correspondant à la somme entre un taux réel de 3% (estimation du taux neutre de la BCB) et l'objectif d'inflation pour

2022 (3,50%). Le niveau plus élevé du taux directeur devrait fournir un point d'ancrage pour la devise à l'avenir et contribuer à limiter les pressions inflationnistes.

Malgré la poursuite de la lutte contre la pandémie, le Congrès brésilien a accompli un tour de force en approuvant une série de mesures progressistes en 2020 et depuis le début de l'année 2021, notamment une mise à jour des lois sur les faillites, le projet de loi sur l'autonomie de la Banque centrale et un début de réforme fiscale.

Élément supplémentaire de cette dynamique positive et victoire symbolique majeure pour le gouvernement : en juin, le Congrès brésilien a approuvé la privatisation d'Electrobras, le géant public de l'électricité. Le gouvernement avait estimé que cette privatisation pourrait rapporter entre 15 et 60 milliards de reais, soit 0,2 à 0,8% du PIB, le bas de la fourchette étant probablement l'estimation la plus réaliste². Décisives aux yeux des marchés, les réformes difficiles (refonte du système fiscal brésilien, réforme des rémunérations et avantages des employés du secteur public, la deuxième plus grande dépense obligatoire du budget de l'État brésilien) restent à accomplir.

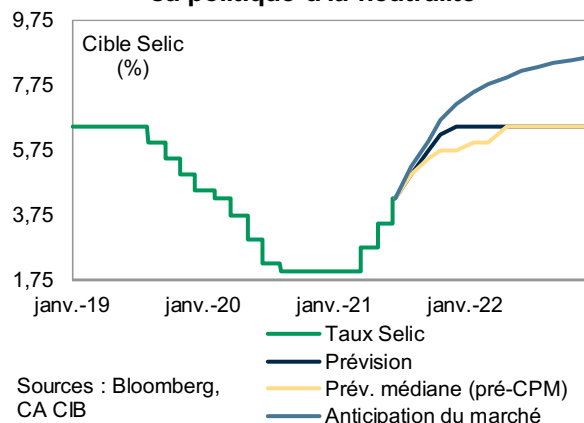
Le gouvernement et le Congrès travaillent sur plusieurs propositions dans le cadre de leurs efforts pour réformer le système fiscal brésilien, notamment la fusion/simplification de la TVA ainsi qu'une refonte de l'impôt sur le revenu (allègement fiscal pour les revenus faibles, imposition des dividendes, baisse de l'impôt sur les sociétés et modifications des taxes sur les transactions financières).

Les textes en discussion sont nombreux, leurs impacts sont très divers, mais ils ne porteront leurs principaux fruits qu'à moyen terme. À titre d'exemple, le FMI a estimé l'an dernier que simplifier le système en réduisant les exonérations fiscales permettrait d'augmenter les recettes publiques d'environ 2% du PIB. Une étude du Centre brésilien de citoyenneté fiscale a estimé que la mise en place d'une TVA unifiée pourrait augmenter la croissance potentielle de 0,5% en une décennie.

Le processus d'approbation par le Congrès de la réforme administrative, destinée à refondre la rémunération et les avantages pour les nouveaux employés du secteur public, a été lancé en juin à l'aide d'une commission dédiée de la Chambre basse. L'IFI, l'organisme de surveillance budgétaire du Sénat, envisage un scénario dans lequel les mesures de limitation de la masse salariale pourraient générer des économies de 1,7% du PIB, sur dix ans. L'équipe gouvernementale table sur des économies de 4% du PIB, sur dix ans également.

Si l'adoption de réformes est importante en termes de signal, leur impact sur le profil de la dette souveraine sera limité à court terme et les difficultés budgétaires sont loin d'avoir diminué. La dette publique est passée de 76% du PIB en 2019 à 87% du PIB en 2020 sur la base des chiffres nationaux et à 98,9% sur la base des estimations du FMI. Bien que le FMI prévoie une légère baisse du ratio d'endettement en 2021, celui-ci restera le plus élevé parmi les principaux pays émergents.

Brésil : la BCB cherche à ramener sa politique à la neutralité



² De multiples amendements demandés par le Congrès ont été acceptés par le gouvernement pour obtenir l'adoption du projet, mais ceux-ci vont avoir pour effet de limiter l'intérêt de cette privatisation en termes de réduction de la dette publique, puisque les revenus générés seront consacrés à la réduction des tarifs de l'électricité pour le grand public et à renforcer l'investissement public.

En outre, **alors que sur le papier le gouvernement a respecté le plafond des dépenses primaires, en pratique ce plafond a été contourné** par différents moyens : déclaration d'état de catastrophe naturelle, mesures provisoires et, plus récemment, réforme fiscale constitutionnelle. Compte tenu de l'approche des élections de 2022 et pour adoucir la disparition prochaine des allocations d'urgence, le gouvernement envisage de renforcer la *Bolsa Familia*, son programme phare d'aide sociale. **Alors que le plafond des dépenses restera très probablement inchangé en 2022, le sort du cadre budgétaire sera entre les mains de la prochaine administration.**

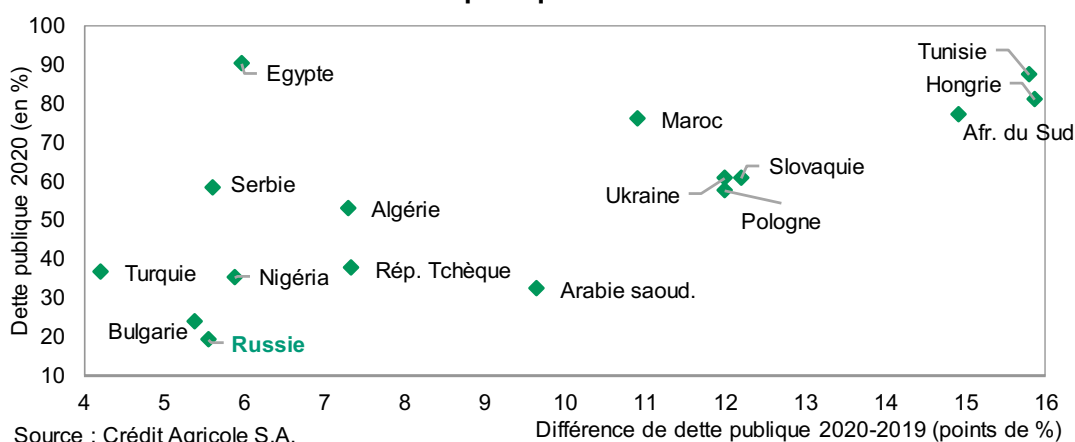
Olga YANGOL

Russie : rigueur monétaire, nouvelle vague épidémique

La Russie, faiblement vaccinée, est touchée par une nouvelle vague épidémique. Il est probable que le gouvernement, comme en 2020, veille à préserver les équilibres financiers et à limiter les mesures d'arrêt de l'économie. En effet, toutes les politiques publiques sont marquées par la même préférence pour la stabilité et l'autonomie vis-à-vis des marchés internationaux. Cette préférence s'explique évidemment par les sanctions internationales pesant, à la fois sur le rouble, le *spread* souverain et les *ratings*. Elles coûtent environ 0,5% de croissance par an.

La Russie est ainsi l'un des pays émergents qui a le moins augmenté son stock de dette pendant la crise ; ses réserves de change en devises sont restées élevées, à 465 milliards de dollars. Cela soutient le *rating* souverain et limite le risque sur le rouble – de même que les excédents courants, en 2020 comme en 2021, qui profitent de la hausse des prix du pétrole et d'un moindre déficit du tourisme. Le retour de la rigueur budgétaire s'annonce également rapide, avec des finances publiques en équilibre au premier trimestre. Mais cette orthodoxie se déploie au détriment des investissements publics et de la croissance potentielle, toujours faibles, de l'ordre de 1,5%. Par ailleurs, la substitution de produits nationaux aux importations se poursuit de même que la diversification du commerce vers la Chine (18% des échanges, contre 8% en 2008).

Dette publique : l'atout russe



Dans le domaine monétaire, la Banque centrale a été l'une des premières à réagir à l'inflation (6,15% en juin) et le cycle de hausse des taux (5,5% aujourd'hui) n'est pas achevé. Les prix à la production sont en pleine escalade, poussés par une hausse du prix des transports, des matières premières, des prix alimentaires, et un marché du travail qui se tend (chômage à 5,2%). Du côté de la

demande, l'inflation est nourrie par la forte hausse du crédit à la consommation (+19,6% sur un an) et par des anticipations d'inflation à la hausse qui poussent les ménages à la consommation immédiate.

Risque sanitaire plus risque inflationniste mettent donc les autorités russes face à un pilotage délicat de l'économie au deuxième semestre, et ce d'autant plus que les élections parlementaires en septembre risquent de susciter des manifestations, la classe moyenne anticipant à juste titre une stagnation durable de ses revenus.

Tania SOLLOGOUB

Inde : l'incertitude comme seule certitude

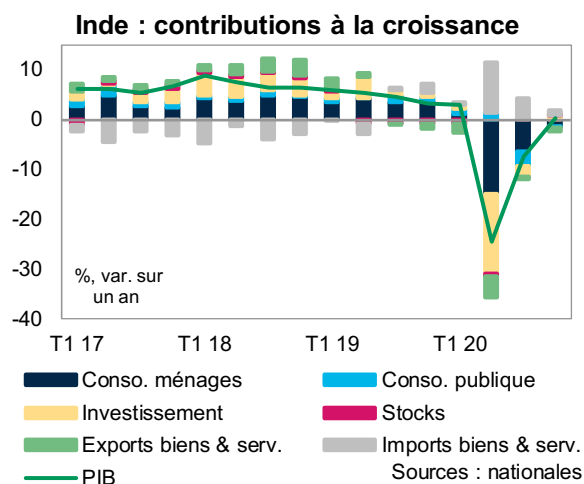
Le pic épidémique semble enfin passé, mais pas l'incertitude qu'il a engendré. D'autant que l'avancement de la campagne de vaccination, un défi productif et logistique pour le pays, est loin de permettre d'écarter un scénario de nouvelle vague dans les mois à venir.

Seule certitude, **la situation sanitaire brouille considérablement la lecture du scénario indien**, car elle introduit de multiples biais : effets de base particulièrement forts au deuxième trimestre 2021 (le PIB s'était effondré de 24% au T2 2020) au cours duquel l'intensité des mesures prises a été moins forte (pas de confinement national), faillites masquées par des assouplissements réglementaires, amélioration des comptes extérieurs en raison de la faiblesse de la demande intérieure.

Paradoxalement donc, **nos prévisions sont plus optimistes** : croissance relevée à 9,6% pour 2021 (contre 7,4% dans le dernier scénario), compte courant moins déficitaire (-1,2%, au lieu de -2,2%). Ce que les chiffres ne disent pas, c'est que l'on estime à 75 millions le nombre d'Indiens retombés dans la pauvreté depuis mars 2020, et que le marché du travail (à 90% informel) ressort encore plus fragilisé par la crise. Les problèmes structurels de l'Inde, qui limitent le rebond de la production (dépendance excessive à l'égard de l'agriculture, chômage et sous-emploi élevés, sous-investissement chronique) empêchent également le pays de croire à une reprise très soutenue.

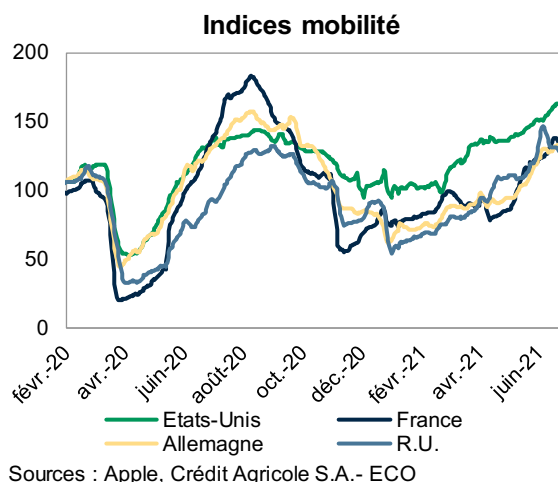
Du côté de l'État, les marges de manœuvre sont épuisées depuis longtemps, au point que le gouvernement a demandé à ses ministres de couper largement dans leurs dépenses de fonctionnement pour financer les 2 milliards de dollars supplémentaires de la campagne de vaccination. Les négociations autour du vaste plan de privatisations, clé de voûte du budget 2021/2022, patinent également. Sur le plan monétaire, l'accélération nette de l'inflation, repassée au-dessus des 6%, a fait replonger les taux réels en territoire négatif, paralysant un peu plus l'action d'une *Reserve Bank of India*, de surcroît toujours aussi contrainte par la fragilité du secteur bancaire et le taux de prêts non-performants.

Sophie WIEVIORKA



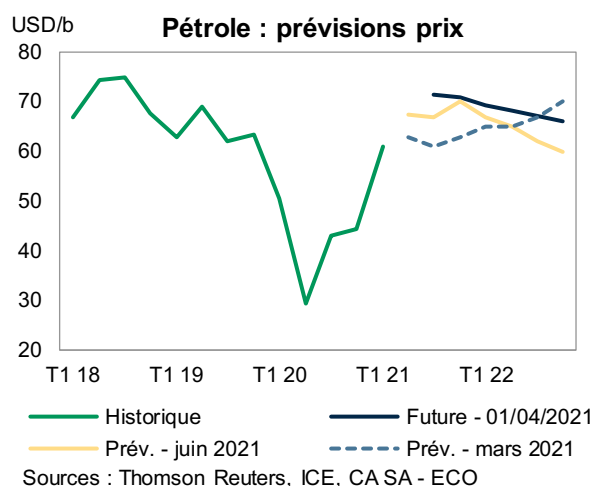
Pétrole – Retour de l'Iran

Les secondes moitiés de 2021 et 2022 pourraient bien ne pas se ressembler. Alors qu'au cours du second semestre 2021 les cours du pétrole devraient rester soutenus, le marché pétrolier pourrait se retrouver, en 2022, déstabilisé par une arrivée rapide du pétrole iranien.



Les indices de mobilité en Europe et aux États-Unis confirment une accélération de la reprise de la consommation de pétrole dans les pays de l'OCDE à mesure que les restrictions de déplacement sont levées. La situation du trafic aérien s'améliore également. Le marché pétrolier connaît actuellement un déphasage entre une demande, qui accélère de façon continue, et une offre toujours contrôlée par l'OPEP+, qui évolue par palier. Ce décalage entre offre et demande provoque une augmentation des cours du pétrole depuis avril. Les stocks combinés de pétrole brut et produits pétroliers dans les pays de l'OCDE restent stables et sont toujours dans la fourchette haute des niveaux historiques.

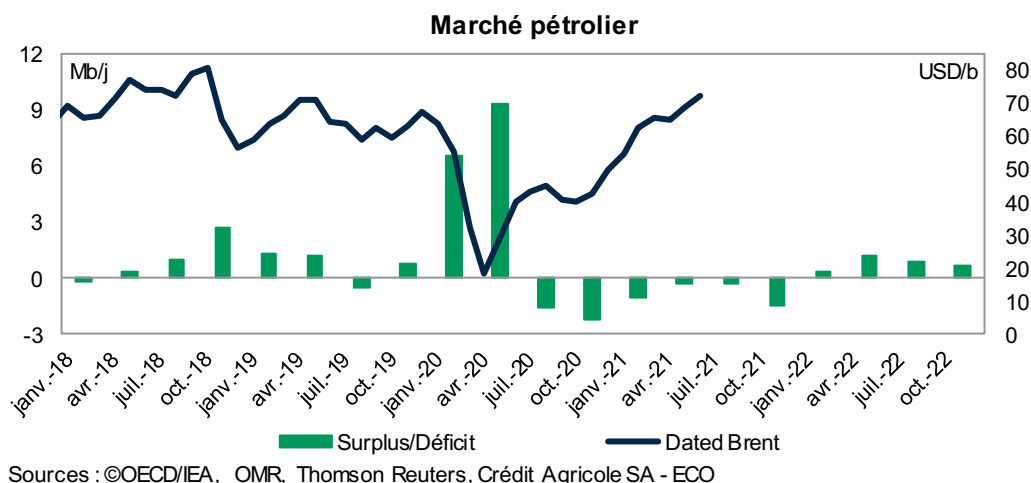
Cette situation devrait perdurer sur le reste de l'année 2021, sauf si la propagation d'un nouveau variant du SARS-CoV 2 conduisait à instaurer de nouvelles restrictions de déplacement cet automne.



Pour 2022, notre scénario se base sur un retour du pétrole iranien concomitant avec la fin de l'accord de l'OPEP+. Nous supposons que les négociations entre Américains et Iraniens aboutiront à un retour des États-Unis dans l'accord sur le nucléaire iranien et à une levée des sanctions sur le pétrole iranien à partir du premier trimestre 2022. Le retour du pétrole iranien provoquerait une légère détente des prix du pétrole.

Nos projections de prix du pétrole sont ainsi de 69 dollars par baril pour le second semestre 2021, 66 dollars et 61 dollars par baril respectivement pour les premier et second semestres 2022.

Stéphane FERDRIN

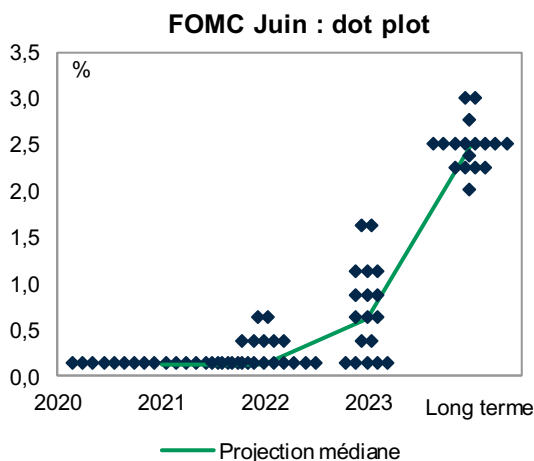


Politique monétaire – Pas d'urgence absolue

Même si le resserrement monétaire s'annonce plus précoce aux États-Unis, il restera graduel et mesuré : *tapering* d'abord, taux ensuite et pas avant 2023. Quant à la BCE, malgré l'amélioration des perspectives économiques et la réduction des risques, elle conservera une politique monétaire durablement très accommodante.

Réserve fédérale : le revirement hawkish de juin suggère une remontée plus rapide des taux directeurs

Après être restée résolument accommodante depuis le début de la pandémie, la Fed a commencé à signaler lors de sa réunion de juin que le moment où elle commencerait à envisager une normalisation de sa politique accommodante se rapprochait. Ce virage *hawkish* transparaît clairement dans la mise à jour du graphique à points, le fameux *dot plot* de la Fed, dans lequel les points – qui représentent les prévisions de taux directeurs des membres de la Fed – ont connu une migration vers le haut : alors qu'elle n'envisageait pas de changement auparavant, la prévision médiane entrevoit désormais deux hausses de 25 points de base en 2023 (en ligne avec notre propre prévision de premières hausses des taux en 2023).



Sources : Réserve fédérale, CA CIB

Avant que la Fed ne commence à relever ses taux, la première étape de normalisation de la politique monétaire consistera vraisemblablement à réduire le montant des achats d'actifs : plusieurs membres de la Fed ont d'ailleurs indiqué que des discussions étaient en cours. Les membres de la Fed, même les plus *hawkish*, ont admis qu'il faudrait cependant « un certain temps » afin de finaliser tous les détails. Dès lors, compte tenu des divergences sur le calendrier (certains membres du FOMC souhaitent attendre de nouveaux progrès dans la reprise du marché du travail avant de réduire les achats d'actifs), la Fed aura besoin de quelques réunions pour arrêter les détails et la réduction progressive des achats d'actifs ne commencera pas avant début 2022.

L'évolution des perspectives d'inflation jouera un rôle-clé dans la détermination du calendrier final. Alors que la plupart des membres de la Fed ont continué de souligner qu'ils s'attendaient à ce que les niveaux élevés d'inflation observés actuellement restent transitoires et que l'inflation devrait revenir vers l'objectif à mesure que les pressions liées à la réouverture de l'économie s'atténueront, certains membres de la Fed ont commencé à souligner les risques haussiers sur l'inflation. Si ces risques se concrétisaient et si le dépassement actuel de l'objectif commençait à ressembler à un phénomène durable, la Fed pourrait être amenée à resserrer sa politique monétaire plus rapidement, en particulier en cas de désancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Nicholas VAN NESS

BCE : un dernier effort

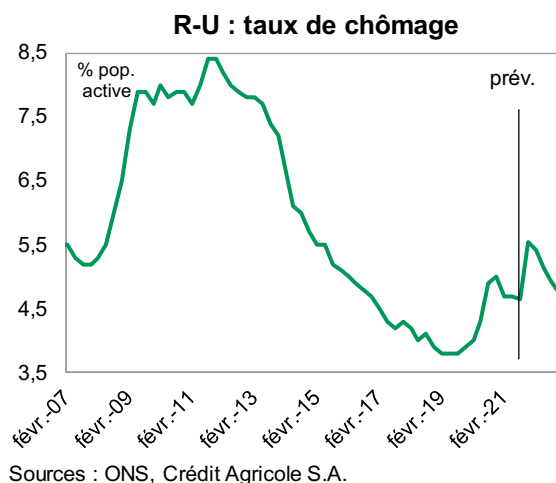
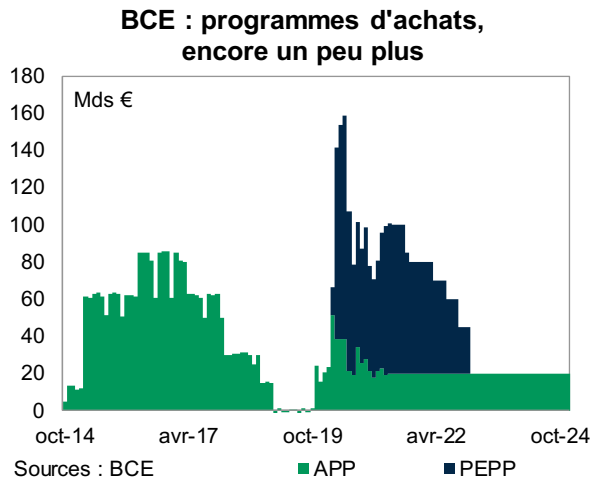
Malgré l'amélioration des perspectives économiques et la réduction des risques, la BCE devrait conserver une politique monétaire très accommodante au cours des prochains mois.

Concernant son principal outil – le PEPP – la BCE pourrait décider de réduire le rythme des achats à partir de septembre. Cette décision ne préparerait pas nécessairement à un retrait définitif de la politique extrêmement accommodante, mais consisterait seulement en un ajustement fin de l'assouplissement.

Parallèlement, la BCE devra s'accorder sur les perspectives de moyen terme de sa politique monétaire. En effet, le PEPP est supposé se terminer en mars 2022, ce qui devrait forcer la BCE à envisager la suite dans les prochains mois. La meilleure option réside dans une expansion de l'enveloppe du PEPP à plus de 2 trillions d'euros ainsi qu'une extension jusqu'à la fin de 2022. D'autres options sont possibles (une augmentation temporaire de l'APP, voire la mise en place de nouveaux TLTRO très favorables) mais nous semblent plus difficiles à mettre en place.

D'une manière ou d'une autre, **la BCE devra une fois de plus étendre ses interventions, avant de pouvoir enfin envisager un retrait graduel, à plus long terme.**

Louis HARREAU



Banque d'Angleterre : voir au-delà du rebond économique initial

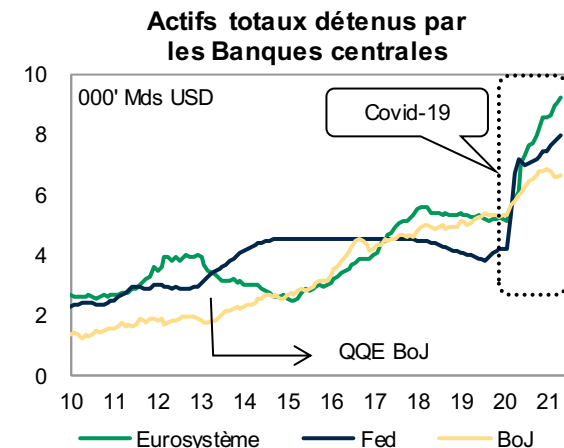
Lors de sa prochaine réunion en août, la Banque d'Angleterre (BoE) devrait revoir à la hausse ses perspectives d'inflation et de croissance à court terme par rapport à ses prévisions de mai. Le rebond économique a accéléré récemment et les données ont été meilleures que les anticipations de la BoE. L'inflation a atteint 2,1% en mai, dépassant l'objectif de 2% de la BoE pour la première fois depuis juillet 2019 et la BoE anticipe à présent une inflation temporairement supérieure à 3%. L'assouplissement des restrictions gouvernementales pesant sur l'activité a déclenché une remontée des prix dans les secteurs les plus touchés par la pandémie. De même, sur le marché du travail, la réouverture de l'économie semble créer des poches de tensions dans certains secteurs qui peinent à embaucher le personnel requis pour répondre à un fort rebond de la demande. Cela pourrait accroître les pressions haussières sur les salaires dans un avenir proche. La progression des salaires a déjà fortement augmenté : elle a atteint 5,6% au cours de la période de trois mois se terminant en avril, en raison d'effets de base ainsi que d'effets liés à la composition de l'emploi.

La BoE continuera de regarder au-delà du court terme et de la période de forte croissance et d'inflation pour « se concentrer sur les perspectives à moyen terme de l'inflation, y compris l'équilibre entre l'offre et la demande, et les anticipations d'inflation à moyen terme, plutôt que des facteurs qui devraient être transitoires ». Comme à l'accoutumée, un facteur-clé de la politique monétaire sera l'évolution du marché du travail. Or, les perspectives restent difficiles, suggérant que la BoE évitera tout resserrement prématuré. Le taux de chômage devrait augmenter fortement au quatrième trimestre 2021, les différentes mesures de soutien (parmi lesquelles les programmes d'aide au maintien de l'emploi, de soutien aux travailleurs indépendants

et la bonification de 20 livres par semaine de l'allocation sociale *Universal Credit*) arrivant à échéance le 30 septembre. La fin des mesures gouvernementales de soutien va probablement déclencher une hausse des licenciements parmi les personnes mises à pied, dont une part importante travaille dans la restauration, l'hôtellerie, le commerce de gros ou de détail. Leur retour à l'emploi risque d'être difficile en raison de l'inadéquation des compétences de ces personnes avec les besoins des secteurs en expansion et face aux changements profonds dans l'économie, tels que la digitalisation croissante. Le taux de chômage pourrait rester durablement élevé en 2022. Même si la probabilité d'une hausse de taux plus précoce que prévu semble avoir augmenté, la BoE devrait rester prudente au cours des prochains trimestres. Nous continuons d'anticiper un premier relèvement des taux directeurs début 2023.

Slavena NAZAROVA

Banque du Japon : une politique de contrôle de la courbe des taux inchangée avec une mesure prudentielle « tirant sur le vert » ; les baisses d'achats d'actifs ne sont pas d'actualité



Sources : BoJ, ECB, Fed, CA CIB

La politique monétaire actuelle de la Banque du Japon (BoJ) repose sur trois piliers : le contrôle de la courbe des taux (YCC), les achats d'actifs (fonds indexés sur actions, ETF et fonds investis en immobilier, J-REIT) et les mesures de financement liées à la pandémie. **La BoJ laissera les deux premiers inchangés dans un avenir prévisible, au moins jusqu'en 2023.** Lors de la dernière réunion de politique monétaire, en juin, l'échéance des mesures de financement liées à la pandémie a été repoussée pour la troisième fois, de septembre 2021 à mars 2022. Un nouveau report est envisageable, en fonction de l'évolution de la campagne de vaccination.

Le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, a déclaré à plusieurs reprises que la Banque centrale était prête à prendre des mesures d'assouplissement à chaque fois que cela serait nécessaire et qu'elles consisteraient essentiellement en des baisses des taux directeurs. **Toutefois, la BoJ ne baissera pas ses taux.** Elle a, en effet, présenté en mars dernier un nouveau dispositif, le « mécanisme d'intérêts pour promouvoir les prêts » (*Interest Scheme to Promote Lending*), dans lequel les institutions financières reçoivent des intérêts plus élevés sur leurs dépôts en compte courant auprès de la Banque centrale, tandis que celle-ci réduit davantage le taux de rémunération des réserves excédentaires (l'IOER, qui est négatif). La BoJ tente ainsi d'atténuer l'impact négatif des baisses de taux sur les bénéfices des institutions financières. **Mais la principale question est de savoir si une baisse des taux directeurs aura des effets positifs plus importants et plus durables que ses effets négatifs : nous n'en sommes pas convaincus.**

Par ailleurs, **la BoJ a annoncé lors de sa réunion de politique monétaire de juin qu'elle allait lancer une nouvelle mesure de financement en lien avec le changement climatique** : elle prêterait des fonds aux institutions financières pour financer les investissements ou les prêts qu'elles mettent en place pour lutter contre le changement climatique. Le cadre sera présenté lors de la réunion de politique monétaire de juillet et la Banque centrale devrait lancer ce nouveau dispositif probablement dès 2021. **Nous hésitons cependant à voir dans cette initiative un début de « verdissement » de la politique monétaire japonaise** : il s'agit davantage, selon nous, d'une politique quasi-prudentielle à plus long terme visant à lutter contre l'éventuelle

apparition de risques systémiques liés au changement climatique. On peut parler davantage de mesure prudentielle « tirant sur le vert » que de politique monétaire « verte ».

Enfin, la question d'une baisse des achats d'actifs (*tapering*) n'est pas d'actualité pour la BoJ. En effet, l'objectif principal de la politique de la BoJ est le YCC, c'est-à-dire le niveau des taux d'intérêt courts et longs. Les aspects quantitatifs sont secondaires et ne font plus l'objet d'objectifs spécifiques, contrairement à ce qui était en vigueur précédemment. En effet, en avril 2020, la BoJ a officiellement abandonné sa cible de 80 000 milliards de yens d'augmentation annuelle de son portefeuille de JGB, puis en mars 2021 elle a abandonné ses « objectifs d'achat » au profit de « *maxima* d'achats » concernant les fonds indexés sur actions et les fonds investis en immobilier (ses achats effectifs restant nettement inférieurs aux niveaux plafonds). Ces évolutions ont conduit à une augmentation du bilan de la BoJ moins rapide, depuis le début de la pandémie, que celle du bilan de la Fed ou de la BCE, ce qui suggère qu'une baisse des achats d'actifs n'est pas d'actualité pour la BoJ.

Kyohei MORITA

Taux d'intérêt – « Cette fois-ci, c'est différent »

À la différence de 2013, le *tapering* progressif de la Fed ne devrait pas entraîner de tempêtes sur les marchés mais s'accompagner d'une remontée modérée des taux longs, notamment promue par la normalisation de l'inflation et l'abondance de liquidités dans le système financier. Les taux européens resteraient très bas et sont même susceptibles de s'effriter durant l'été.

États-Unis : cette fois-ci, le *tapering* progressif de la Fed n'entraînera probablement pas de nouvelles tempêtes sur les marchés

La Fed est sur la voie d'une réduction de ses achats d'actifs ou *tapering*, mais nous ne tablons pas sur une répétition du *taper tantrum* de 2013 (l'annonce d'un *tapering* avait alors provoqué une forte remontée des taux de marché) car, selon la formule consacrée, « cette fois-ci, c'est différent ». Alors que nous prévoyons une hausse modérée des taux au cours des prochains mois, avec un dix ans autour de 1,65% en fin d'année, les rendements des *Treasuries* pourraient baisser une fois le *tapering* entamé : un scénario que nous attendons début 2022.

À court terme, les taux de marché ne devraient pas remonter fortement dans la mesure où l'inflation devrait se normaliser à partir du second semestre 2021, puis tout au long de 2022. **Le niveau élevé des derniers chiffres d'inflation s'explique par un ensemble de composantes liées au Covid, peu susceptibles de maintenir durablement l'inflation à des niveaux élevés.**

Le pic de l'impulsion budgétaire est derrière nous. Alors que les négociations se poursuivent entre le Congrès et l'administration Biden sur les plans pour l'emploi et la famille (*Jobs and Families Plans*), l'effet positif sur la croissance à court terme d'un accord (encore faudrait-il qu'il soit trouvé) serait beaucoup plus faible que celui des plans de relance Covid : les dépenses seraient étalées sur plusieurs années et seraient financées – au moins partiellement – par des hausses d'impôts.

Les liquidités sont abondantes dans le système financier, comme en témoigne le niveau record atteint par les opérations de *reverse repo* de la Fed. Le bilan de la Fed continue d'augmenter, à un rythme qui devrait toutefois diminuer lorsque la baisse des achats d'actifs commencera soit à partir de l'année prochaine, selon notre scénario. Si la Fed procède comme en 2013, plusieurs mois s'écouleront certainement entre le début et la fin du *tapering*. La première hausse de taux directeurs n'interviendrait qu'une fois le *tapering* terminé, la Fed semblant peu susceptible de mener les deux opérations simultanément.

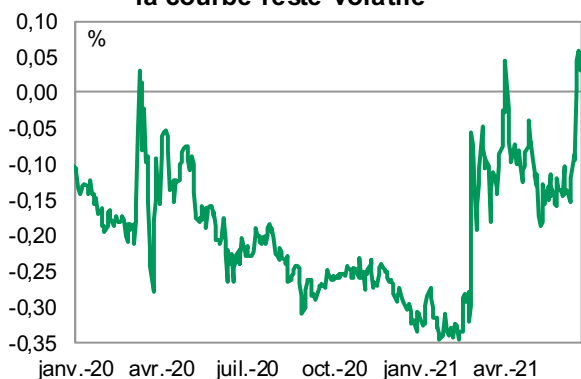
Les taux réels resteront négatifs à moyen terme : en effet, l'écart de production (*output gap*) semble difficile à combler compte tenu des pertes d'emplois liées au Covid, qui s'élèvent à environ 7,5 millions d'unités actuellement par rapport à la période pré-pandémie. Le taux d'intérêt neutre³ est bas ; il a suivi une trajectoire baissière au cours des trois dernières décennies, une tendance lourde qui ne devrait pas s'inverser rapidement. Les taux réels faibles et négatifs combinés à une

Les taux réels vont rester négatifs



Sources : Bloomberg, CA CIB — Taux réels à 10 ans

La partie intermédiaire de la courbe reste volatile



Sources : Bloomberg, CA CIB — Treasuries 2 ans 5 ans 10 ans

³ Taux théorique qui permet à l'économie de croître à son potentiel sans hausse ni baisse de l'inflation, *natural rate of interest* ou *R-star* en anglais

normalisation de l'inflation conduiront à une baisse des taux nominaux en 2022.

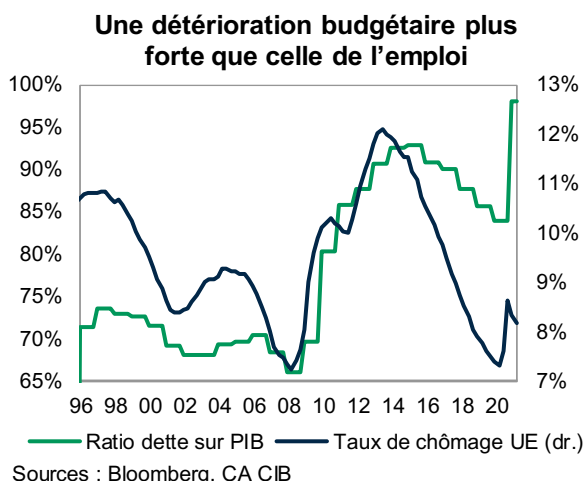
La partie intermédiaire de la courbe des taux devrait rester volatile.

La courbe s'aplatira en période de remontée des taux, sur le segment cinq ans - trente ans par exemple, car la remontée initiale des taux suscitée par les craintes liées au *tapering* affectera principalement la partie intermédiaire de la courbe. *A contrario*, lorsque l'économie entamera sa transition vers une croissance plus « normale » en 2022, après la forte expansion de 2021 notamment générée par les plans de soutien, le segment cinq ans - trente ans pourrait se pentifier sous l'effet de la baisse des taux de marché que nous attendons pendant le *tapering*.

Alex LI

Europe : taux bas pour l'instant, davantage d'incertitude ensuite

L'activité devrait ralentir et les indications de politique monétaire se faire plus rares pendant la période estivale : aussi convient-il de rester concentré sur les risques de baisse des rendements.



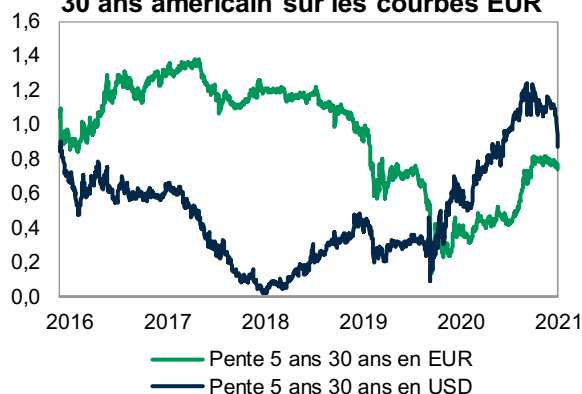
La volatilité a en effet tendance à diminuer durant l'été, car les investisseurs se tournent généralement vers les opérations de portage. Cette année ne devrait pas faire exception puisque, lors de sa réunion de juin, la BCE a annoncé que le rythme « nettement plus élevé » d'achat de titres serait prolongé jusqu'au troisième trimestre, donnant ainsi un peu de répit au marché des titres souverains de la zone euro. En outre, l'importante souscription à la TLTRO de juin et l'annonce d'une nouvelle TLTRO prévue en septembre fourniront des liquidités au système bancaire, des financements bon marché et abondants pour les opérations de portage. Compte tenu de leur rendement avantageux, les obligations souveraines italiennes (BTP) sont les plus attrayantes et devraient attirer les acheteurs, en particulier à court terme.

Les programmes de vaccination continuent de progresser dans l'ensemble de la zone euro, un facteur positif pour l'activité, en particulier dans le secteur des services. L'apparition de variants du Covid-19 et l'hésitation d'une partie de la population à se faire vacciner montrent toutefois que tout n'est pas réglé. **Pour la BCE, la réduction de l'écart de production (*output gap*) demandera du temps, beaucoup moins cependant qu'après la crise souveraine.** Ainsi, bien que les prévisions de croissance et d'inflation de la BCE aient été revues à la hausse pour 2021 et 2022, l'inflation sous-jacente devrait revenir vers 1,4% d'ici 2023. Compte tenu des financements disponibles pour les émissions de titres souverains et le NGEU⁴ et du profil baissier de l'inflation, il est clair que **la BCE restera accommodante à l'horizon 2023, avec un bilan qui continuera de croître à un rythme significatif.**

Bien que leur impact sur le marché ne soit pas nécessairement immédiatement décisif, **deux événements intéressants interviendront en septembre.** Tout d'abord, **la BCE devrait annoncer les résultats de la revue de son objectif d'inflation** : elle pourrait procéder à des ajustements en termes de composition mais semble peu susceptible de modifier sensiblement le niveau cible. L'idée selon laquelle la BCE pourrait relever notablement son objectif

⁴ NextGenerationEU : plan de relance de 750 milliards d'euros de l'Union européenne. Pour plus d'information sur le plan de relance, consulter sur notre site Internet la page [Décryptage éco – Plan de relance](#).

Propagation de l'aplatissement du 5 ans
30 ans américain sur les courbes EUR



Sources : Bloomberg, CA CIB

d'inflation pour stimuler les anticipations d'inflation ne nous paraît pas crédible. Une meilleure prise en compte des prix de l'immobilier, par exemple, pourrait toutefois être envisagée.

Autre événement attendu en septembre : **les élections allemandes**. Jusqu'à récemment, les Verts enregistraient de très bons résultats dans les sondages, suggérant qu'une coalition de gauche pourrait gouverner, avec des implications claires : plus de dépenses publiques, pressions pour abandonner les dispositions constitutionnelles limitant les dépenses et davantage de solidarité européenne. Ces éléments pourraient constituer les ingrédients nécessaires à la création d'un nouvel émetteur souverain paneuropéen ou à la pérennisation du NGEU avec sa dimension écologique. Récemment, toutefois, la CDU a progressé dans les sondages, ce qui suggère clairement davantage de conservatisme fiscal, même si un programme à forte composante verte pourrait être mis en place en cas de coalition CDU-FDP-Verts (coalition dite « Jamaïque »).

Pour les investisseurs obligataires (dont les investisseurs en titres souverains de la zone euro), le changement de cap de la Fed a des répercussions importantes. Le virage *hawkish* de la Fed a entraîné une forte tendance à l'aplatissement de la courbe suscitée par une baisse des taux longs. En raison de la corrélation entre courbes, à court terme, cela devrait provoquer un mouvement similaire d'aplatissement de la courbe des taux *core* en zone euro, les investisseurs cherchant à augmenter leur durée. Une annonce officielle de *tapering* par la Fed pourrait contribuer à la hausse des taux courts américains mais l'impact sur les taux longs devrait n'être que temporaire. Compte tenu du délai nécessaire pour réduire le bilan de la BCE, la partie courte des courbes périphériques devrait rester protégée par la politique de la BCE (ainsi que par son attrait en termes de portage), même en cas de recul de l'appétit pour le risque lié à la Fed.

Hors accident de crédit ou événement exogène, les taux courts italiens devraient converger vers les taux courts des titres espagnols et les investisseurs devraient conserver une durée longue sur les marchés *core* au cours des semaines et des mois à venir. Soyons clairs : nous ne nous attendons pas à ce que les taux longs retrouvent leurs points bas précédents. Ils devraient plutôt être poussés à la baisse dans l'attente d'une évaluation des différents scénarios possibles pour le quatrième trimestre 2021 à la lumière d'un certain nombre de facteurs moins favorables aux marchés obligataires.

Bert LOURENCO

Taux de change – Avantage temporaire au dollar

La réduction de l'accommodation monétaire aux États-Unis, via tout d'abord un *tapering* mesuré, est favorable à une appréciation du dollar modérée et moins durable que celle intervenue après le précédent de 2013. Mais au-delà, les facteurs fondamentaux de soutien fléchissent.

La baisse des achats d'actifs de la Fed et le dollar, une relation positive jusqu'à quel point ?

Nous restons largement optimistes sur l'évolution du dollar pour les trois à six prochains mois : la Fed devrait envisager de plus en plus sérieusement une réduction progressive de son QE⁵ et contribuer à faire légèrement remonter les rendements des *Treasuries* et les taux américains.

Une répétition (très partielle) de ce qui s'était produit en décembre 2013 à l'occasion du premier *tapering* est donc envisageable : ce dernier avait accentué l'avantage du billet vert en termes de taux d'intérêt et de rendements (nominaux et réels) et avait ainsi contribué à la tendance haussière de la devise s'étendant jusqu'en 2019.

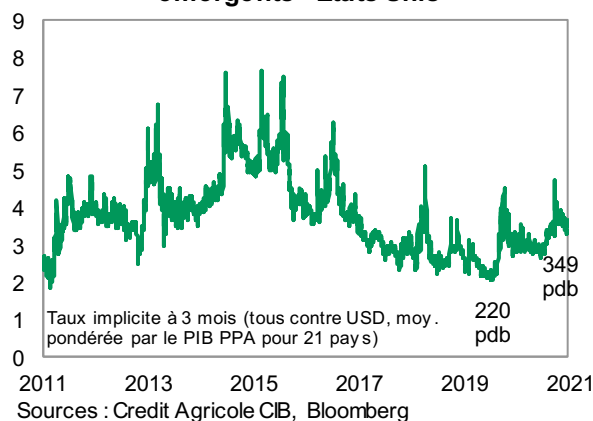
Le *tapering* de la Fed devrait créer une dynamique susceptible de se traduire par une progression générale du dollar au cours des prochains mois. Toutefois, compte tenu des conditions actuelles, notre scénario table sur une appréciation du dollar plus modérée et moins durable que cela n'avait été le cas après le *tapering* de 2013 :

1 - Cette fois-ci, contrairement à 2013, **la Fed n'est pas la seule grande Banque centrale à resserrer sa politique** : elle semble en effet avoir été devancée par des institutions comme la Banque centrale norvégienne (*Norges Bank*), la Banque du Canada, la Banque centrale néo-zélandaise (RBNZ) et même la Banque d'Angleterre. En outre, la BCE et la Banque du Japon devraient certes rester accommodantes, mais ne devraient pas assouplir davantage leur politique monétaire.

2 - **La stratégie de ciblage de l'inflation moyenne** (*average inflation targeting*), adoptée en 2020 par la Fed, pourrait conduire au maintien des taux réels et des rendements américains en territoire négatif, malgré la normalisation de la politique monétaire. Cette situation serait différente de celle de 2013 et pourrait conduire à une progression seulement temporaire du dollar face aux autres devises (en particulier face aux devises à taux bas du G10).

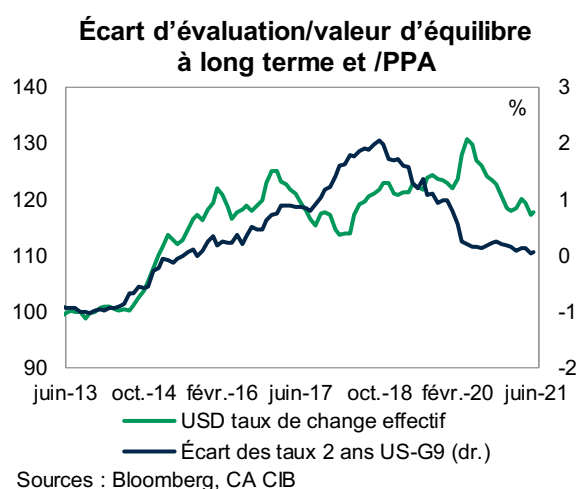
3 - **Le resserrement des conditions financières aux États-Unis et dans le monde, dans le sillage de la normalisation, pourrait peser sur l'appétit pour le risque.** Le graphique ci-contre présente un classement des devises du G10 contre dollar, de la plus à la moins vulnérable face à la combinaison d'une montée des rendements américains et d'une baisse de l'appétit pour le risque. La Fed fera de son mieux pour éviter une répétition du *taper tantrum* du deuxième trimestre 2013⁶, ce qui suggère que toute appréciation du dollar devrait être moins prononcée que par le passé.

Écart de taux pays émergents - États-Unis



⁵ *Quantitative Easing* : programme d'assouplissement quantitatif, comprenant notamment des achats de titres obligataires.

⁶ Épisode de forte remontée des taux provoqué par l'annonce de la réduction des achats de titres par la Fed en mai 2013.



Au-delà de la Fed et du *tapering*, les fondamentaux du dollar se sont régulièrement détériorés. En effet, le dollar semble cher par rapport à un certain nombre de devises du G10, notamment l'euro et le yen. En outre, l'impact positif sur le dollar du *leadership* des États-Unis en termes de croissance va s'estomper progressivement, ce qui permettra aux facteurs négatifs pour le dollar (tels que les flux liés au commerce mondial et la diversification des portefeuilles) de jouer un rôle encore plus important en 2022. Notamment, l'aide budgétaire donnée aux consommateurs américains devrait stimuler la demande d'importations et conduire à une détérioration durable des déséquilibres extérieurs américains. **Les retombées de la croissance américaine pourraient stimuler les économies des partenaires commerciaux des États-Unis et favoriser leurs devises au détriment du billet vert.**

En supposant que le président Joe Biden ne recoure pas à de nouvelles mesures protectionnistes, la récente reprise du commerce mondial se poursuivra probablement, créant un environnement favorable à la croissance des importations américaines. **Un creusement du déficit commercial américain pourrait être préjudiciable au dollar** dans un contexte où les investisseurs internationaux s'inquiètent de la forte détérioration récente des déficits jumeaux américains et de leur impact sur un dollar surévalué.

Ces développements valideront un peu plus l'observation selon laquelle **le dollar a, ces dernières années, eu tendance à s'affaiblir lorsque l'économie américaine s'est imposée comme le moteur de la croissance mondiale**, en particulier lorsque le commerce mondial se redressait (de fait, le taux de change effectif du dollar a eu tendance à baisser pendant les périodes de progression du commerce). Les volumes du commerce mondial devraient augmenter encore au second semestre 2021 et en 2022, à mesure que la reprise *post-Covid* s'étendra et se renforcera à travers le monde. Par la suite, les exportateurs mondiaux convertiront une part croissante de leurs recettes commerciales libellées en dollar dans leur devise nationale, tandis que leurs banques centrales respectives diversifieront leurs réserves de change, dont les volumes seront en hausse, en vendant des dollars au profit de substituts liquides comme l'euro.

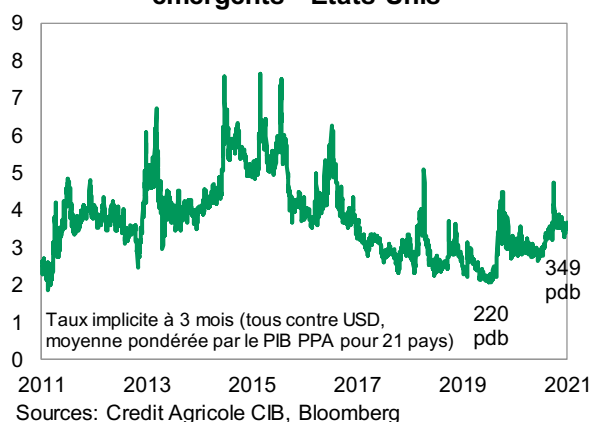
Valentin MARINOV

Pays émergents : une appréciation modérée, mais conditionnelle

L'évolution des devises émergentes au second semestre sera fortement liée à celle des taux de marché américains. Notre scénario table sur une hausse limitée du dix ans américain, d'environ 10 points de base au troisième trimestre puis autant au quatrième trimestre : si ce scénario se vérifie, les devises émergentes ne subiront guère de pressions. Dans un scénario alternatif où le marché obligataire américain connaîtrait une situation plus proche du *taper tantrum* de 2013 (forte hausse des taux après l'annonce d'une baisse des achats d'actifs par la Fed), les devises émergentes s'affaibliraient fort probablement par rapport au dollar.

Au-delà de l'impact des taux américains, **plusieurs facteurs pourraient apporter leur soutien aux devises émergentes.** Premièrement, le marché croit à un **scénario de réouverture progressive des économies à mesure que les campagnes de vaccination progresseront.** Il nous semble que de nombreuses incertitudes subsistent sur ce front, incertitudes propres à alimenter la volatilité des devises. Toutefois, si le scénario de réouverture

Écart de taux pays émergents - États-Unis



progressive des économies se confirme, les flux de portefeuille vers les pays émergents pourraient être soutenus.

Deuxième facteur, **la hausse des taux d'intérêt**. Les banques centrales des pays émergents devraient progressivement rejoindre le club des « faucons », conduisant à une hausse de l'écart de taux d'intérêt entre pays émergents et pays développés. Le calendrier des discussions de la Fed sur le *tapering* pourrait cependant induire une plus grande volatilité à l'approche de la conférence de Jackson Hole.

Troisième facteur : **le commerce extérieur**. Le retard des pays émergents, considérés globalement, par rapport aux pays développés en matière de vaccination suggère que leur demande devrait rester contenue par rapport à celle de leurs homologues développés : une situation susceptible de ralentir la baisse de l'excédent commercial agrégé des pays émergents.

Les principaux risques qui pèsent sur ce scénario relativement optimiste tiennent aux incertitudes liées à la pandémie. En résumé, **de nombreux pays émergents sont exposés à de possibles nouvelles vagues de Covid, qui pourraient remettre en cause leur reprise économique et affaiblir leur profil financier**. Les pays qui semblent déjà vulnérables en raison de leur situation budgétaire (notamment le Brésil, l'Afrique du Sud et l'Inde) ou de leur position extérieure (notamment la Turquie) nous paraissent toujours vulnérables sur le plan sanitaire également.

Sébastien BARBÉ

Prévisions économiques et financières

Taux d'intérêt

		29-juin	sept.-21	déc.-21	mars-22	juin-22	sept.-22	déc.-22
Etats-Unis	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	Taux 10 ans	1,49	1,55	1,65	1,50	1,45	1,40	1,35
Zone euro	Dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	Taux 10 ans (All.)	-0,17	-0,20	-0,10	-0,15	-0,20	-0,25	-0,30
Spread 10a c/ EUR	France	0,34	0,40	0,45	0,55	0,45	0,35	0,40
	Italie	1,05	1,05	1,10	1,30	0,95	0,95	1,05

Taux de change

Taux de change USD		29-juin	sept.-21	déc.-21	mars-22	juin-22	sept.-22	déc.-22
Pays industrialisés								
Euro	EUR/USD	1,19	1,20	1,20	1,21	1,22	1,23	1,24
Japon	USD/JPY	110	112	115	112	112	110	110
Royaume-Uni	GBP/USD	1,38	1,40	1,40	1,42	1,43	1,44	1,45
Suisse	USD/CHF	0,92	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Asie								
Chine	USD/CNY	6,47	6,40	6,35	6,31	6,27	6,23	6,20
Hong Kong	USD/HKD	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76
Inde	USD/INR	74,28	74,10	74,00	74,25	74,50	74,75	75,00
Corée du Sud	USD/KRW	1133	1120	1110	1100	1090	1080	1080
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	4,96	5,10	5,20	5,25	5,30	5,40	5,50
Mexique	USD/MXN	19,79	21,00	20,75	20,50	20,50	20,00	20,00
Europe - émergents								
Pologne	USD/PLN	3,80	3,71	3,71	3,64	3,58	3,54	3,47
Russie	USD/RUB	72,69	72,00	70,00	70,00	72,00	73,00	74,00
Turquie	USD/TRY	8,73	8,80	8,60	8,40	8,50	8,60	8,70

Matières premières

		29-juin	2021		2022			
Métaux précieux			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	75	1 980	2 020	2 040	2 080	2 120	2 140

		29-juin	2021		2022			
Prix moy. du trim.			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	75	67	70	67	65	62	60

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Etats-Unis	-3,5	6,5	4,0	1,2	4,0	2,7	-2,6	-2,6	-2,7
Japon	-4,7	2,4	3,2	-0,2	0,1	0,6	3,2	3,9	5,1
Zone euro	-6,7	4,8	4,5	0,3	2,1	1,6	2,9	2,7	2,5
Allemagne	-5,1	4,0	4,7	0,4	2,8	1,8	7,0	6,3	6,0
France	-8,0	5,8	4,3	0,5	1,9	1,5	-2,2	-1,0	-0,9
Italie	-8,9	4,5	4,1	-0,2	1,5	1,0	3,6	2,1	2,1
Espagne	-10,8	5,4	5,5	-0,3	2,1	1,7	2,0	1,8	1,7
Pays-Bas	-3,7	2,6	3,3	1,1	2,0	1,9	7,8	8,0	8,4
Autres pays développés									
Royaume-Uni	-9,8	7,4	5,6	0,9	2,0	2,4	-3,5	-4,3	-5,6
Canada	-5,6	4,5	3,4	0,7	1,7	2,0	-2,1	-2,3	-2,0
Australie	-4,2	3,0	2,8	0,7	1,3	1,5	1,8	-0,1	-1,4
Suisse	-5,3	3,6	2,1	-0,8	0,0	0,3	8,5	9,0	9,6
Asie	-1,0	7,6	5,6	2,9	2,3	2,7	2,2	2,0	1,5
Chine	2,3	8,5	5,7	2,5	1,3	1,9	1,9	2,8	2,3
Inde	-7,0	9,6	7,6	6,6	5,1	5,5	1,2	-1,0	-2,2
Corée du Sud	-0,9	3,9	2,6	0,6	1,7	1,4	4,0	3,8	3,7
Amérique latine	-6,6	5,1	2,6	8,5	9,9	8,2	0,2	-0,2	-0,6
Brésil	-4,1	5,0	2,2	4,5	5,2	3,6	-0,9	-0,8	-1,0
Mexique	-8,2	5,1	3,2	3,2	4,6	3,6	2,5	1,3	0,8
Europe émergente	-2,5	3,7	3,4	5,1	7,1	5,3	0,6	0,9	0,8
Russie	-3,0	3,0	2,5	3,4	5,2	4,0	2,2	3,0	3,0
Turquie	1,6	4,5	4,0	11,9	16,0	12,0	-5,1	-4,0	-4,0
Pologne	-3,9	5,0	4,7	3,4	4,1	3,0	3,5	3,1	2,5
Afrique, Moyen-Orient	-3,9	3,2	3,5	8,0	6,2	6,1	-2,2	0,3	1,1
Arabie Saoudite	-4,1	2,7	3,5	3,5	2,9	3,0	-1,6	3,0	3,6
Emirats Arabes Unis	-6,1	3,2	3,2	-2,1	1,0	2,1	5,8	8,5	9,8
Egypte	1,0	3,9	5,0	5,1	5,9	6,7	-4,5	-4,0	-3,5
Maroc	-6,3	3,9	3,2	0,6	1,1	1,5	-1,5	-3,2	-3,5
Total	-3,5	5,8	4,4	2,9	3,7	3,3			
Pays industrialisés	-5,1	5,3	4,1	0,7	2,6	2,0			
Pays émergents	-2,3	6,2	4,7	4,6	4,5	4,2			

Comptes publics

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Etats-Unis	-16,0	-9,9	-6,1	98,2	104,5	105,6
Japon	-10,5	-6,7	-4,1	238,2	241,1	242,7
Zone euro	-7,3	-8,6	-4,0	100,3	102,6	97,5
Allemagne	-4,2	-8,9	-2,9	69,8	74,5	74,0
France	-9,2	-9,1	-5,0	115,2	116,0	114,3
Italie	-9,5	-11,8	-5,9	155,6	158,2	156,0
Espagne	-11,0	-8,4	-5,0	120,0	120,6	117,9
Pays-Bas	-4,4	-6,0	-1,8	54,4	58,6	56,9
Belgique	-9,4	-6,8	-4,5	114,1	114,4	114,5
Grèce	-9,7	-10,0	-3,0	205,6	199,2	189,5
Irlande	-5,0	-6,0	-3,0	59,5	56,3	53,8
Portugal	-5,7	-4,5	-3,2	132,1	126,7	120,5
Royaume-Uni	-12,3	-7,5	-3,3	102,1	100,0	95,2

Vous pouvez consulter nos [prévisions économiques et financières](#) sur notre site Internet.

Achévé de rédiger le 1^{er} juillet 2021